

【企业管理】

高管年龄与薪酬激励:理论路径与经验证据

李四海¹, 江新峰¹, 宋献中²

(1. 中南财经政法大学会计学院, 湖北 武汉 430073;
2. 暨南大学管理学院, 广东 广州 510632)

[摘要] 本文利用中国沪深A股上市公司2004—2012年数据,研究高管年龄对薪酬契约的影响。研究结果发现,高管年龄对薪酬水平具有显著的影响,相对年龄与绝对年龄越大的高管获得了更高水平的薪酬,但研究同时发现与薪酬存在显著关系的年龄与企业业绩之间并没有显著的相关性,并且高管年龄降低了薪酬业绩的敏感性,尤其是业绩下降时的薪酬业绩敏感性,反映高管的年龄降低了薪酬契约的有效性。进一步研究表明,高管年龄对薪酬契约的影响存在社会资本的中介作用,年龄越大的企业高管更可能具有政治资本,而这种社会资本增强了其在薪酬契约签订中的谈判力和控制力。本文的结论反映基于高管异质性特征的研究为人力资源理论、管理者权力理论以及社会资本理论在管理者薪酬契约中的应用提供了分析的视角。

[关键词] 高管年龄; 薪酬契约; 薪酬业绩敏感性; 政治资本

[中图分类号]F272.923 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)05-0122-13

一、问题提出

现代公司制企业所有权和经营权分离,企业的经营决策权配置给管理层(代理人),为了缓解股东与管理层间的代理冲突,高管的薪酬契约成为重要的激励约束机制。最优契约理论认为,有效的薪酬契约安排能够激励管理者,使其基于股东利益最大化的原则行事。

对于高管薪酬激励这一现实问题,前期文献主要探讨了企业内外部不同因素对高管薪酬的影响,包括企业经营特征、公司治理特征、行业、区域特征以及政府管制等。不过以往文献研究多数局限于企业层面,而将管理者视为同质的,忽略了企业管理者的异质性。自从 Hambrick and Mason^[1]提出高层梯队理论以来,学者们的研究视角开始转向考察企业高管的异质性特征对企业决策的影响以及决策的经济后果。而有关高管个人特质对其薪酬影响的研究,前期文献主要针对高管权力进行了探讨,指出高管权力会改变薪酬契约的制定过程,权力集中度越高,高管的薪酬就会越多。但是这类文献没有从高管特征角度进一步研究这种权力的来源,高管权力与其个人特征之间存在什么关系。对中国企业高管而言,最基本的个人特征因素包括年龄、性别、学历等。而数据统计发现,由于受到传统文化、社会分工等因素的影响,中国上市公司高管基本上都是男性,统计数据达到90%以上,

[收稿日期] 2015-03-15

[基金项目] 国家自然科学基金项目“社会责任投入权衡、信誉资本和公司价值创造”(批准号71372166);国家自然科学基金项目“基于制度变迁的企业社会责任报告鉴证演变机制研究”(批准号71272214)。

[作者简介] 李四海(1984—),男,湖南邵阳人,中南财经政法大学会计学院副教授;江新峰(1989—),男,山东泰安人,中南财经政法大学会计学院博士研究生;宋献中(1963—),男,湖南宁乡人,暨南大学管理学院教授,暨南大学副校长,博士生导师。

学历的统计发现上市公司高管几乎都有MBA/EMBA的学习经历，因此从性别与学历两个层面而言，高管的个人特征差异并不是特别明显。而高管年龄的数据统计发现标准差为7.264，高管最基本的个人特征中年龄差异可能是比较明显的，并且年龄背后往往是个人阅历和经验的体现，同时也是社会资本积累的过程。在中国传统文化下，公司高管甚至公司员工年龄更是其在公司中地位和所拥有资源的体现。在经历了长时间的积淀之后，年龄大的高管更可能拥有丰富的社会资源和更高的地位，高管年龄在一定程度上代表了高管的权威^[2-4]。

中国社会自古崇尚长幼尊卑，组织内按资排序进行资源分配。作为企业高管而言，薪酬是其重要的人力资源回报。在这种传统文化背景下，高管的年龄与其薪酬以及这中间与业绩到底存在什么样的关系？高管年龄影响下的薪酬契约是否有效？高管年龄与其薪酬之间关系存在的原因到底是高管权力干预还是其人力资本的增量回报？这些问题值得进行探讨，并且这种研究有助于打开高管薪酬激励效应的黑匣子，促使高管薪酬激励契约的最优设计，使代理人的效用函数与委托人的目标函数相统一，从而最大化股东财富。

二、理论分析与研究假设

1. 高管年龄与高管薪酬

委托—代理理论指出，公司制企业所有权与经营权分离，追求个人利益最大化的公司高管具有利己动机。为了尽可能地使管理者利益与股东利益协调一致，企业高管的薪酬激励设计具有重要作用。但由于存在信息不对称以及交易成本等因素，完美薪酬激励契约的制定难以实现。而在管理者权力理论看来，董事会不能完全控制公司高管的薪酬契约设计，高管有能力利用自己的权力对其薪酬契约进行干涉。目前很多文献支持了这一观点^[5-8]。中国的儒家思想传统提倡尊长敬老，年龄与威望、权力之间具有紧密相连的关系。在中国古代社会中，仅仅长幼之间就可以形成社会差序，年长者对年幼者具有教化和强制权力。在公司中，权力的获得是一个漫长的积累过程，相对于年龄偏小的高管，年龄较大的高管更容易拥有公司权力^[9]，从而可以更容易地干涉董事会对高管薪酬的设计过程。而管理者的自利本性也决定了他们会利用自己的权力、威望获取最有利的薪酬契约，具体首先表现在薪酬的水平上。

在人力资本理论看来，薪酬是个体人力资本付出的补偿，同时也是个体人力资本实现收益权的主要手段。人力资本理论常被引证作为高管薪酬契约设计的一个潜在因素和解释。人力资本指的是个体通过对教育、培训、身体素质等方面进行投资所形成的以具有增值性为特征的能力，它是体现在个体身上的“非物质”资本。就高管而言，其人力资本包括教育程度、实践经验及工作成就等内容，而高管的年龄特征可以表示其经验和专业才能，体现的是高管的人力资本属性。人力资本属性越高，表明高管积累的人力资本越高。就年长高管而言，他们前期进行了更多的人力资本投资，同时拥有更加丰富的工作经验和社会资源，他们的人力资本具有更高的收益率。并且人力资本的投资具有报酬递增的特性，随着时间的推移，知识在使用过程中会产生新的知识^[10,11]，人力资本在使用过程中会不断增长^[12]。因此在人力资本的解释框架下，高管年龄越大，其薪酬水平也会更高。

上述分析，从投资者利益角度来看基于年龄增长的权威与控制力所实现的薪酬提升无疑源自于高管权力干预的非生产效率因素干扰；而随着高管年龄增长，其人力资本积累与付出所获得的薪酬提升应体现为高管人力资本的增量回报。不过，不论高管的权力干预还是人力资本的增量回报，在控制其他因素的情况下，年龄越大的高管都可能获得更高水平的薪酬，因此本文提出：

假设1：企业高管年龄越大，其薪酬水平越高。

2. 高管年龄与高管薪酬：管理者权力理论 vs 人力资本理论

薪酬激励的目的在于促使代理人行为与委托人目标一致，其内核是确定薪酬与业绩之间的关系^[13]。企业经营的最终目的是提升企业业绩，因此高管的薪酬水平首先应该与业绩相关联，年龄越

大的企业高管薪酬水平越高,其业绩水平是否也会越高。通过对企业业绩的分析可以观察高管年龄与薪酬之间存在的关系反映了高管是在权力干预还是人力资本增量回报。由于人力资本回报的理解比较宽泛,从社会经济学的角度来看,年龄背后的积淀当然会有其所得的价值和回报,而本文研究高管薪酬是否为人力资本增量回报的标准主要从企业业绩与高管薪酬展开,通过薪酬与业绩的相关性来分析高管是在权力干预或是人力资本的增量回报。

企业业绩提升的影响因素众多,管理层人力资本得到有效利用是重要因素之一。Gelade and Ivery^[14]、Sun et al.^[15]指出,企业人力资本的投资与组织绩效之间存在显著的正相关关系。若高管年龄越大薪酬越高是人力资本增量回报,那么年长高管应当为企业贡献了自己的人力资本,从而帮助企业获得更好的业绩,所以高管年龄与企业业绩之间应存在显著的相关性。然而如果是高管权力干预导致的薪酬提升,对投资者而言并不会有价值提升效应,甚至表现为公司治理存在缺陷。杨兴全等^[16]的研究表明,高管权力大,企业更倾向于持有高额现金,而高管权力导致的高额现金持有具有负面的价值效应。因此本文分析认为如果年龄越大薪酬水平越高是高管权力干预,那么高管年龄与企业业绩之间并不存在显著的相关性。

对高管激励机制有效性的考虑除了薪酬水平外,更重要的衡量指标为业绩敏感性,目前文献对于薪酬契约有效性的研究基本上都是基于薪酬业绩敏感性模型。薪酬业绩敏感性越大,表明公司对管理者的激励和约束力度越大。而结合本文上面的分析,如果高管年龄越大薪酬越高源自于高管年龄背后的权威因素,那么这种权力必然导致薪酬契约的有效性降低,具体表现为薪酬业绩的敏感性下降,特别是在业绩下降时。因为业绩下降时,高管的薪酬应该下调,而高管权力的干预下这种下调幅度会降低或者不会下调,出现“穷庙富方丈”的情况。Hill and Phan^[17]研究指出,当高管任职一段时间以后,其所得薪酬与企业业绩之间的敏感度开始降低。原因在于,随着高管在职年限的增长,其权力得到了扩张,从而可以有效影响董事会对自己薪酬契约的制定过程,最终使得薪酬与业绩之间的敏感性降低。Bebchuk et al.^[18]对管理者如何利用手中权力影响薪酬契约进行研究。他们指出,权力大的高管将会凌驾于董事会之上,并利用手中权力俘获董事会,进而提升自身薪酬契约设计过程中讨价还价的能力,薪酬缔约的过程不再是公平的交易关系。近年来,中国学者对高管薪酬激励的研究也表明,中国企业治理机制的失灵使得权力过大的高管有能力干涉薪酬契约的制定,原本为解决委托—代理问题而存在的薪酬契约反而成了代理问题的一部分^[19]。另外,还有证据显示,中国企业中,高管的政治关系显著影响了薪酬业绩敏感性,没有政治关联的企业高管的薪酬与业绩之间的敏感性要高于有政治关联的企业高管^[13]。而这一现象的原因在于,高管的政治关联会削弱公司的内部治理体制,进而使得高管更容易影响薪酬契约设计,减少业绩下降时薪酬降低的幅度,而年长高管更有可能具有政治资本。结合上述分析可知,若更高水平的薪酬是因为高管基于自身资本对权力的控制而实现的,那么当企业业绩表现不佳时,对具有利己动机的高管而言,其薪酬并不会受到显著影响。而与之相反,如果高管的年龄越大薪酬水平越高是基于人力资本得到充分发挥带来的增量回报,高管的薪酬契约应当是有效的,高管的年龄并不会影响薪酬与业绩之间存在的敏感性。基于上述理论分析,本文构建高管年龄对高管薪酬契约影响的作用机制结构图(见图1),并提出:

假设 2a:如果高管的年龄越大薪酬水平越高是基于管理者权力理论的解释,那么,高管年龄与企业业绩并不存在显著相关性。

假设 2b:如果高管的年龄越大薪酬水平越高是基于人力资本理论的解释,那么,高管年龄与企业业绩之间存在显著相关性。

假设 3a:如果高管的年龄越大薪酬水平越高是基于管理者权力理论的解释,那么,高管年龄会降低薪酬业绩的敏感性,尤其是业绩下降时的敏感性。

假设 3b:如果高管的年龄越大薪酬水平越高是基于人力资本理论的解释,那么,高管年龄并不会影响薪酬业绩的敏感性。

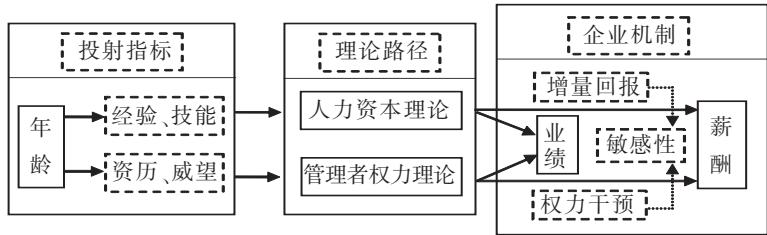


图 1 年龄对高管薪酬影响的作用机制

资料来源：作者绘制。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

研究选择中国沪深 A 股 2004—2012 年上市公司为样本。针对本文研究的问题具体选择谁的薪酬作为研究对象，有如下的考虑：目前中国企业高管薪酬制定机制在于首先选定一个激励标杆，其他高管的薪酬以该标杆为标准，设定为该标杆的某一百分比，这在国资委颁布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中有明确体现，而具体选择谁为标杆，这可能取决于激励的对象，而在中国当前企业普遍存在“一把手”现象，而“一把手”往往是企业的董事长尤其是在国有企业中，因此本文选择董事长为研究对象^①，通过董事长的绝对薪酬以及与其他高管比较的相对薪酬来反映其薪酬水平。同时借鉴以往研究文献的样本处理原则进行了原始数据的处理：由于公司实际控制人对高管薪酬制定存在影响，因此剔除企业董事长为实际控制人的样本；同时研究删除为 ST、PT 的样本；剔除数据缺失的样本。为消除极端值的影响，研究对所有连续型变量进行了上下 1% 分位数的 winsorize 处理。研究使用的高管特征、薪酬以及公司财务数据来自 CSMAR 数据库，高管政治资本数据来自于 CSMAR 数据库以及企业年报和互联网络。

2. 检验模型与变量定义

为检验高管年龄与薪酬之间的关系即假设 1，本文构建(1)式：

$$\begin{aligned} \text{Salary} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{Gender} + \beta_3 \text{Roa} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Frist} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Inde} + \beta_9 \text{GDP} \\ & + \sum \text{Ind} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

为检验高管年龄与企业业绩之间的相关性即假设 2，本文构建(2)式：

$$\text{Roa} = \beta_0 + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Frist} + \beta_5 \text{Dual} + \beta_6 \text{Inde} + \beta_7 \text{GDP} + \sum \text{Ind} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \quad (2)$$

为检验高管年龄对高管薪酬业绩敏感性的影响即假设 3，本文构建(3)式：

$$\begin{aligned} \text{DSalary} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DRoa} + \beta_2 \text{Age} + \beta_3 \text{DRoa} \times \text{Age} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Frist} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Inde} + \beta_9 \text{GDP} \\ & + \sum \text{Ind} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

(1)式中，因变量为企业中董事长的年度薪酬(Salary)，这里，本文使用了绝对薪酬和相对薪酬两个指标。绝对薪酬是董事长年度薪酬的自然对数；相对薪酬是董事长薪酬占董事会前三位总和的比重。自变量为董事长在样本年度的年龄(Age)。基于研究的需要，本文使用董事长绝对年龄和相对年龄两个指标，其中绝对年龄是样本年度董事长的年龄；相对年龄是当年董事长年龄与董事会成员平均年龄的比值。借鉴以往文献，研究中控制了一系列变量，如高管生理性变量性别(Gender)；企业业绩(Roa)、资产规模(Size)、资产负债率(Lev)等企业基本面情况以及大股东持股(Frist)、两职合一虚拟变量(Dual)、独立董事占比(Inde)等治理变量；同时本文控制了公司所在地区经济发展情况

^① 本文在研究设计时曾考虑用其他高管如总经理作为主要的研究对象，但是分析认为存在的问题会更多，如很多企业总经理与董事长是二职合一的，这样的样本本文统计在 25% 左右，那么同样是选择总经理进行研究，而部分的企业总经理又是董事长，这样口径又会不一致。

(*GDP*)以及年度、行业哑变量。(2)式中因变量为企业业绩(*Roa*)，自变量为董事长年龄(*Age*)。(3)式中因变量为董事长绝对薪酬对数的差分(*DSalary*)，自变量为企业总资产收益率的差分(*DRoa*)。在对(3)式进行回归时，本文以企业层面指标的差分变量作为控制变量。

四、实证检验

1. 变量的描述性统计

主要研究变量的描述性统计分析见表1。从表中可以发现，研究区间内，上市企业董事长薪酬对数(*lnsalary*)平均值为12.5933，标准差为1.0539，不同上市公司间高管薪酬水平差异比较明显；董事长相对薪酬为0.3480。董事长绝对年龄均值为50.22，说明企业中，董事长的平均年龄为50岁，董事长相对年龄均值为1.0966，表示该职务一般由年长管理者担任。就其他变量来看，企业*Roa*变量均值为0.0352、资产负债率*Lev*变量为0.4848，另外第一大股东持股比例均值为35.7762，上市企业中股权集中情况依然存在。两职合一变量的均值为0.2517，意味着董事长同时担任总经理的企业占比为25.17%。董事会中外部独立董事比例为36.17%，达到中国证券监管部门的监管要求。

表1 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>lnsalary</i>	12.5933	1.0539	9.2103	12.7144	14.9019
<i>Re_salary</i>	0.3480	0.1213	0.0136	0.3664	0.6271
<i>Age₁</i>	50.2210	7.2640	35.0000	50.0000	68.0000
<i>Age₂</i>	1.0966	0.1700	0.5462	1.0787	1.9075
<i>Gender</i>	0.0481	0.2139	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Roa</i>	0.0352	0.0775	-0.3797	0.0387	0.2307
<i>Size</i>	21.3834	1.1467	18.6335	21.2629	25.3007
<i>Lev</i>	0.4848	0.2961	0.0459	0.4724	2.1898
<i>Frist</i>	35.7762	15.3683	8.9900	33.3900	75.9000
<i>Dual</i>	0.2517	0.4340	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Inde</i>	0.3617	0.0510	0.2500	0.3333	0.5556
<i>GDP</i>	4.9665	2.8609	0.2559	4.5399	17.5125

资料来源：作者基于stata软件估计。

2. 高管年龄与高管薪酬的检验

本文首先利用(1)式对假设1进行检验。由于中国存在的二元所有制结构，国有企业与私有企业在高管选聘、货币性薪酬激励以及激励约束效应方面存在显著差异，如大量文献研究发现国有企业中高管薪酬与业绩之间并不存在敏感性或者敏感性很弱等。因而本文前面建立的理论框架在不同产权性质企业中可能存在不同表现形态，所以本文在实证检验中将产权性质进行区分，分别进行回归分析。表2与表3分别为私有企业样本回归结果和国有企业样本回归结果。表中，因变量为董事长的绝对薪酬(*lnsalary*)和相对薪酬(*Re_salary*)；自变量为董事长绝对年龄(*Age₁*)和相对年龄(*Age₂*)。通过对表2的分析可知，私有企业中，董事长年龄与其薪酬显著正相关，不论采用何种薪酬度量方式与年龄度量方式，上述结论均成立。也就是说，私有企业中董事长年龄越大，其获得的薪酬水平越高；同时董事长相对年龄越大其获得的相对薪酬水平也越高。通过表3的结果可知，国有企业中存在同样的结论，不论以相对薪酬或绝对薪酬衡量董事长薪酬，董事长的年龄(绝对年龄以及相对年龄)均与其显著正相关。这表明，在中国当前不论是在私有企业还是国有企业中，董事长年龄(绝对年龄与相对年龄)越大，其薪酬水平(绝对水平与相对水平)越高。本文得到的经验证据支持了

假设 1。就控制变量而言,董事长薪酬同时会受到企业特征的影响。如随着企业规模的增大以及盈利能力的提升,其薪酬也会得到提高。

表 2 高管年龄与高管薪酬(私有企业)

变量	lnsalary	Re_salary	lnsalary	Re_salary
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
Age ₁	0.0081*** (5.1740)	0.0009*** (4.2645)		
Age ₂			0.1799*** (2.7559)	0.0391*** (4.3765)
控制变量	控制	控制	控制	控制
F	48.9345***	10.7200***	48.2292***	10.7489***
Adj.R ²	0.2637	0.0662	0.2609	0.0664
N	4952	4933	4952	4933

注:***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平下显著,括号中为 t 值,下同。

资料来源:作者基于 stata 软件估计。

表 3 高管年龄与高管薪酬(国有企业)

变量	lnsalary	Re_salary	lnsalary	Re_salary
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
Age ₁	0.0094*** (3.7085)	0.0005* (1.6672)		
Age ₂			0.2397** (2.1458)	0.0275* (1.9512)
控制变量	控制	控制	控制	控制
F	41.1256***	8.8063***	40.7723***	8.8374***
Adj.R ²	0.2955	0.0740	0.2937	0.0743
N	3540	3517	3540	3517

资料来源:作者基于 stata 软件估计。

3. 高管年龄与企业业绩的检验

上面的检验结果发现,在中国当前高管年龄与高管薪酬水平显著正相关。当然根据本文前面的分析,这种正相关背后的逻辑可能是高管的权力干预所致,也可能是高管的人力资本增量回报。这里进一步检验,年龄越大的高管拿着水平更高的薪酬,是否同样存在年龄越大的高管会有更好的企业业绩。本文对假设 2 进行了检验,即高管的年龄与企业业绩之间是否存在相关性。检验结果见表 4,发现在私有企业组中,高管年龄与企业业绩变量之间并不存在显著的相关性,也就是年龄越大的高管不会有更好的业绩表现。结合上面的研究结论,可能反映年龄越大的高管拿着高水平的薪酬可以从权力干预角度进行解释。本文进一步发现在国有企业组中,高管的绝对年龄与业绩之间存在显著正相关性,而相对年龄与业绩之间不存在显著的相关性,为什么会产生这种结果的差异,分析中国的制度背景可以发现,国有企业的高管任命特别是董事长任命存在政府的管控,而年龄越大的高管凭借资历,更有可能被安排到“绩优”的国有企业中任职,这种自选择的结果就会导致年龄越大的高管任职的企业业绩更好,而年龄的相对值并不会存在显著关系。这在另一个侧面反映了中国企业在还是存在基于权力影响的非效率问题。

4. 高管年龄与高管薪酬业绩敏感性的检验

本文利用薪酬业绩敏感性模型,首先区分私有企业样本和国有企业样本,对不同产权性质企业中高管薪酬契约的有效性进行了考察,结果列于表 5。表中模型 1 为私有企业样本的回归,模型 2 为国有企业样本的回归。因变量为董事长绝对薪酬的差分,自变量为企业业绩的差分。通过表 5 可知,高管薪酬与业绩的敏感性主要存在于私有企业中,在国有企业组中,虽然系数同样为正,但并不显著。这种结论在之前诸多的文献中得到证实,如卢锐等^[18]。反映了国有企业高管薪酬在政府的管制

表 4

高管年龄与企业业绩

变量	Roa			
	私有企业		国有企业	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
Age ₁	0.0002 (1.2897)		0.0005*** (3.3319)	
Age ₂		0.0090 (1.5827)		0.0102 (1.5941)
控制变量	控制	控制	控制	控制
F	21.5184***	21.6387***	24.0146***	23.7350***
Adj.R ²	0.2685	0.2686	0.3125	0.3108
N	5297	5297	4434	4434

资料来源：作者基于 stata 软件估计。

表 5

不同产权性质企业中高管薪酬业绩的敏感性

变量	DSalary	
	模型 1(私有企业)	模型 2(国有企业)
DRoa	0.7468*** (3.5533)	0.3122 (1.2361)
DSize	0.2214*** (5.3632)	0.1555** (2.3255)
DLev	0.1538 (1.5288)	0.1242 (0.6442)
DFrist	0.0011 (0.3208)	-0.0014 (-0.4666)
DDual	0.1540*** (3.8884)	0.1448* (1.9209)
DInde	0.3874 (1.1622)	0.1603 (0.4221)
DGDP	-0.0000 (-0.0015)	-0.0217 (-0.7450)
Cons	0.5690** (2.4387)	0.3615*** (2.4137)
YEAR	YES	YES
IND	YES	YES
F	3.1700***	1.4604**
Adj.R ²	0.0465	0.0231
N	3677	2644

资料来源：作者基于 stata 软件估计。

下与业绩之间的敏感性比较弱，薪酬激励效应对于国有企业高管而言并不强，其更多的是晋升激励。

由于国有企业高管薪酬业绩敏感性不显著，因此本文后面进行薪酬业绩敏感性分析主要针对私有企业。本文利用(3)式检验了在具有薪酬业绩敏感性的私有企业中，高管年龄会不会影响薪酬契约的有效性。(3)式回归结果列于表 6。其中模型 1 以董事长绝对年龄(Age₁)作为自变量；模型 2 以董事长相对年龄(Age₂)作为自变量。通过对表 6 分析可知，在私有企业样本回归中，不论采用绝对年龄还是相对年龄变量，其与企业业绩变动的交乘项(DRoa×Age)和高管薪酬变化值均显著负相关(显著性水平分别为 10% 和 1%)。这表明，私有企业中，董事长的年龄显著降低了高管薪酬与企业业绩之间的敏感性，使得薪酬契约的有效性下降。

结合上面的研究结论，发现本文前面构建的理论分析在不同产权性质企业中确实存在不同的表现形态，私有企业年龄越大的高管薪酬水平更高，但是业绩并没有显著更好，而且高管年龄降低了薪酬业绩的敏感性，符合假设 2a、3a。但是国有企业结果与私有企业存在差异，而这种差异可能正好反映了国有企业在高管任命、薪酬激励方面的不同，并且这种差异也是从另一个层面支持了高管权力干预的理论解释，只是表现形态不同。国有企业由于薪酬业绩之间不存在显著的敏感性，也就是业绩的变化对高管薪酬没有显著的影响，联系本文前面表 3 的结论即在控制企业业绩等情况下年龄越大的国有企业董事长薪酬水平越高，本文可以得出年龄越大的国有企业高管不论企业业绩

表 6 高管年龄与私有企业薪酬业绩敏感性

变量	DSalary	
	模型 1	模型 2
DRoa	2.0082*** (2.8289)	3.2010*** (4.8128)
Age ₁	-0.0013 (-1.1576)	
DRoa×Age ₁	-0.0268* (-1.8047)	
Age ₂		-0.0221 (-0.4519)
DRoa×Age ₂		-2.3165*** (-3.7530)
控制变量	控制	控制
F	5.0767***	5.3629***
Adj.R ²	0.0385	0.0410
N	3671	3671

资料来源：作者基于 stata 软件估计。

如何变化，总是拿着更高水平的薪酬，依然是在管理者权力理论路径解释之下。

薪酬业绩的敏感性可以进一步区分为业绩上升时与业绩下降时的敏感性。上面研究发现私有企业高管的年龄降低了薪酬业绩敏感性，那么这种影响主要体现在业绩上升时还是业绩下降时，本文将企业业绩进行年度差分，区分为业绩向上波动组和业绩向下波动组，分别利用(3)式进行检验，分析高管年龄如何影响高管薪酬契约的有效性。具体的回归结果见表 7，表 7 中模型 1 和模型 3 利用业绩向下波动组进行分析，模型 2 和模型 4 采用业绩向上波动组进行分析；模型 1、2 的解释变量为董事长绝对年龄；模型 3、4 的解释变量为董事长相对年龄。通过对表 7 的分析可知，在业绩向下波动组中，高管年龄与业绩波动变量的交乘项(DRoa×Age)与高管薪酬变化值呈显著的负相关(显著性水平分别为 5% 和 1%)。而在业绩向上波动组中，交乘项系数不具有统计上的显著性。这种差异性的结果表明，私有企业中高管的年龄降低了企业业绩下降时薪酬的下降幅度，也就是降低了业绩下降时高管薪酬的业绩敏感性。这与本文前面提出的假设 3a 的结论相一致。进一步反映了权力干预解释下的高管年龄降低了薪酬激励约束的有效性。

表 7 高管年龄与私有企业薪酬业绩敏感性(按业绩分组)

变量	DSalary			
	DRoa<0	DRoa>0	DRoa<0	DRoa>0
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
DRoa	4.2914*** (3.1888)	1.3248 (1.2444)	7.0412*** (4.8523)	2.0720** (2.2138)
Age ₁	-0.0032* (-1.7965)	-0.0016 (-0.7769)		
DRoa×Age ₁	-0.0699** (-2.5139)	-0.0152 (-0.6749)		
Age ₂			-0.1494** (-1.9816)	-0.0443 (-0.5073)
DRoa×Age ₂			-5.7051*** (-4.2521)	-1.3856 (-1.5848)
控制变量	控制	控制	控制	控制
F	3.8077***	2.9217***	4.1575***	2.9930***
Adj.R ²	0.0480	0.0404	0.0537	0.0418
N	2005	1646	2005	1646

资料来源：作者基于 stata 软件估计。

五、稳健性检验

本文前面的研究发现,在中国当前由于管理者权威与权力因素的存在,高管年龄提高了其获得的薪酬,同时降低了薪酬约束的有效性。为了进一步证实上述结论,本文进行了一系列的稳健性检验。

1. 高管年龄与超额薪酬

管理者权力的干预能够提升高管薪酬水平,而学者研究发现,高管提升自身薪酬从而攫取超额薪酬。超额薪酬的存在更是薪酬契约失效的证据。因此,若高管凭借年龄背后的权威摄入获取高薪的现象存在,其超额薪酬也应随年龄而增加。借鉴 Core et al.^[19]、罗宏等^[20]的研究,本文构建如下模型对高管年龄与超额薪酬之间的关系进行验证。

$$\ln(\text{Salary}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Roa} + \beta_3 \text{Ia} + \beta_4 \text{Zone} + \sum \text{Ind} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Overpay} = \ln(\text{Salary}) - \ln(\text{Expected pay}) \quad (5)$$

$$\text{Overpay} = \beta_0 + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{Roa} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Frist} + \beta_6 \text{Inde} + \beta_7 \text{GDP} + \sum \text{Ind} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \quad (6)$$

首先通过(4)式的回归拟合值来计算高管预期薪酬,进而利用(5)式求得高管实际薪酬与预期薪酬之差,即高管超额薪酬。最后,利用(6)式对高管年龄与高管超额薪酬间的关系进行验证。模型中, $\ln(\text{Salary})$ 为董事长薪酬的自然对数;变量 Ia 为无形资产/总资产;变量 $Zone$ 为企业所处区域。其余变量定义与上文一致。(6)式的回归结果列于表 8。通过分析可知,私有企业中,高管年龄(绝对年龄和相对年龄)与超额薪酬均在 1% 的显著性水平上显著为正,国有企业中,绝对年龄与超额薪酬在 1% 的显著性水平上正相关,相对年龄与超额薪酬在 5% 的显著性水平上正相关。这表明,中国上市公司中,高管年龄显著地正向影响了其超额薪酬。

表 8 高管年龄与超额薪酬

变量	Overpay			
	私有企业		国有企业	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
Age_1	0.0081*** (5.2062)		0.0094*** (3.7266)	
Age_2		0.1820*** (2.7906)		0.2429** (2.1783)
控制变量	控制	控制	控制	控制
F	3.0981***	2.5523***	3.4443***	3.1824***
Adj.R ²	0.0150	0.0112	0.0243	0.0217
N	4952	4952	3540	3540

资料来源:作者基于 stata 软件估计。

2. 高管年龄与高管薪酬:Change Model 检验

前面的研究发现高管绝对年龄和相对年龄对其薪酬水平(绝对水平与相对水平)具有显著的影响。由于研究采用的是静态的水平值进行检验,这里本文将采用 Change Model 进行稳健性分析,主要观察如果企业董事长发生变更,变更后的年龄与薪酬之间会不会存在显著的关系。检验的结果见表 9,发现无论是在私有企业组(模型 1、2)还是国有企业组(模型 3、4),高管年龄的差分值与薪酬的变化值呈显著的正相关关系,反映本文前面得出的研究结论具有较强的可靠性。

3. 高管年龄影响下的业绩波动与薪酬水平

前面对高管年龄影响其薪酬契约有效性的检验中采用了薪酬业绩敏感性这一指标。这里本文直接考察高管年龄对私有企业业绩波动与薪酬之间关系的调节效应。具体采用下式。

$$\begin{aligned} \text{Salary} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{DPerfor} + \beta_3 \text{DPerfor} \times \text{Age} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Frist} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Inde} + \beta_9 \text{GDP} \\ & + \sum \text{Ind} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \end{aligned} \quad (7)$$

其中, $Salary$ 为董事长绝对薪酬, Age 为董事长绝对年龄, $DPerfor$ 变量表示企业业绩波动的情况, 如果向下波动取值为 1, 否则取值为 0。检验的结果见表 10, 从回归结果可以发现, 在控制其他变量的前提下, $DPerfor$ 虚拟变量与高管薪酬水平呈显著负相关关系, 也就是业绩向下波动组的高管薪酬明显要比业绩向上波动组低, 但是发现业绩波动虚拟变量 $DPerfor$ 与年龄变量 Age 的交乘项与高管薪酬水平显著正相关, 反映高管年龄降低了业绩下降组与业绩上升组之间的薪酬差异水平。从另一个侧面反映了高管年龄与薪酬之间存在的管理者权力理论解释。

表 9 高管年龄与高管薪酬:Change Model 检验

变量	DSalary			
	私有企业		国有企业	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
$DAge_1$	0.0120*** (4.4527)		0.0276*** (7.1820)	
$DAge_2$		0.3520*** (3.8312)		0.8993*** (5.7601)
控制变量	控制	控制	控制	控制
F	5.4320***	5.2781***	3.2744***	2.7361***
Adj.R ²	0.0406	0.0393	0.0294	0.0226
N	3665	3665	2633	2633

资料来源:作者基于 stata 软件估计。

表 10 私有企业业绩波动与薪酬水平:高管年龄的调节效应

变量	lnsalary
	模型 1
Age	0.0053**(2.4576)
$DPerfor$	-0.3908**(-2.5450)
$DPerfor \times Age$	0.0066**(2.1553)
控制变量	控制
F	44.8415***
Adj.R ²	0.2468
N	4952

资料来源:作者基于 stata 软件估计。

六、进一步研究:社会基础与企业现实选择

1. 高管年龄与薪酬水平:政治资本的中介效应

前文证实管理者权力理论下的高管年龄会影响其薪酬水平以及薪酬与业绩之间的敏感性, 降低薪酬契约的有效性。在强调资源禀赋的市场环境下, 高管年龄产生的权威与权力可以从年龄背后的社会资源去探究。在中国按资排辈的传统文化下, 年龄越大的个人可能具有更为丰富的社会资本, 从而增强了其在社会契约中的影响力。本文这里进一步检验了高管政治资本在年龄与薪酬水平之间存在的中介效应。对于政治资本本文采用虚拟变量($Politic$)进行刻画, 若董事长具有政治背景取 1, 否则取 0。政治背景的判断标准为:是否在人大或政协任职。该数据从企业年报高管简历中获取。根据温忠麟等^[2]提出的检验中介效应的方法, 本文对变量之间的关系进行了如下检验:第一步, 检验高管年龄对高管薪酬的回归系数是否显著;第二步, 检验高管年龄对高管政治资本回归系数是否显著;第三步, 将高管年龄与高管政治资本同时对高管薪酬回归, 观测高管政治资本对高管薪酬的回归系数是否显著, 若显著, 则观测高管年龄对高管薪酬的回归系数是否显著。若该系数显著, 则

高管政治资本的中介效应显著。具体模型及检验结果见表 11,从回归结果可以发现,第一步中,高管年龄对薪酬水平具有显著的正向影响,第二步中高管年龄对政治资本的获取也具有显著的正向影响,第三步将高管年龄与高管政治资本同时放入模型中进行检验时,它们对薪酬水平都具有显著的影响。根据上述中介效应的检验程序与判别,可以发现政治资本在高管年龄与薪酬水平之间存在显著的中介效应。这反映在现实中可能就是年龄越大的高管其具有政治资本的可能性越大,而通过这种政治资本增强了其在薪酬契约签订中的谈判力和控制力,从而获得了最大化自身效用的薪酬。

表 11 高管年龄与薪酬水平:政治资本中介效应的检验

第一步:检验方程 $Salary=a_1Age_1+a_2Controlvariable+\varepsilon$		
	lnsalary	Re_salary
	模型 1	模型 2
Age ₁	0.0087***(6.6937)	0.0007***(4.0871)
控制变量	控制	控制
第二步:检验方程 $Politic=b_1Age_1+b_2Controlvariable+\varepsilon$		
	Politic	
	模型 1	
Age ₁	0.0276***(9.2397)	
控制变量	控制	
第二步:检验方程 $Salary=a_1'Age_1+a_2'Politic+a_3'Controlvariable+\varepsilon$		
	lnsalary	Re_salary
	模型 1	模型 2
Age ₁	0.0080***(6.1989)	0.0006***(3.7227)
Politic	0.1066***(5.2756)	0.0099***(3.6731)
控制变量	控制	控制

资料来源:作者基于 stata 软件估计。

2. 企业的现实选择:绩效之外的考量

聘任年龄越大的高管,企业需要付出更高的薪酬水平,而经验证据表明年龄越大的企业高管并没有更好的企业业绩。这样的逻辑下为什么企业还会选择这种权力型的高管。当然对于国有企业而言相对可以理解,这是体制内按资排序的传统,而以效率为根本的私有企业为什么还会去进行这种看似“非理性”的选择。这其中可能涉及到本文未曾考虑到的因素,如企业风险。更好的业绩当然是企业高额薪酬付出的理想结果,但是除了更好的业绩,企业持续、稳定经营是重要风险防范目标,这些需要管理层更强的权威和控制力,以应对企业复杂的经营环境,而年龄越大的企业高管社会资本可能更为丰富,更具有资历与威望,能够更好地实现控制。一般而言规模大的企业组织结构与经营相对更为复杂,需要管理层更强的控制能力,因此本文预期规模越大的企业倾向于选择年龄相对高的高管,以确保对企业的控制力,使企业持续、稳定的经营。本文对此进行了实证检验(检验结果可根据需要提供),结果发现无论是私有企业中还是国有企业中,企业规模越大,聘任的高管年龄越高,反映了企业聘任这种权力型高管并非仅仅关注业绩,对企业的控制力和风险防控,促使企业稳定经营也是其愿意付出更高薪酬的可能原因。目前国外的研究同样发现,除了企业业绩,对企业风险的控制力也是对高管付出高薪的原因,如 Adhikari et al.^[22]在美国颁布 SOX 法案的背景下对高管薪酬进行的研究发现,由于年长高管在完成该法案规定的要求时更加可靠而且值得信赖,相对于年轻高管而言,他们的薪酬水平会更高。

七、研究结论

中国传统社会中按资排辈的资源分配秩序在组织内可能依然存在。本文利用中国2004—2012年上市公司数据,探讨高管年龄对其薪酬以及薪酬业绩敏感性的影响。研究结果发现,高管年龄对薪酬水平具有显著的影响,相对年龄与绝对年龄越大的高管获得了更高水平的薪酬,但同时发现与薪酬存在显著关系的年龄与企业业绩之间并没有显著的相关性,并且高管的年龄降低了薪酬业绩的敏感性,尤其是业绩下降时的薪酬业绩敏感性,反映高管的权力干预降低了薪酬契约的有效性。研究证实在中国当前按资排序的资源分配秩序在组织内依然存在。进一步研究表明高管基于年龄的权力干预与权力摄入存在社会资本的中介作用,年龄越大的企业高管更可能具有政治资本,而这种社会资本增强了其在薪酬契约签订中的谈判力和控制力。

本文的研究贡献可能体现在以下几个方面:①针对以往文献将管理者视为同质性,本文基于高层梯队理论,选择年龄这一高管生理性特征来分析其对薪酬激励效应的影响,通过年龄背后积累的经验、技能等人力资本理论,以及资历、威望等管理者权力理论的竞争性研究,反映组织内部资源的分配秩序;②通过管理者生理特征(年龄)对企业薪酬契约有效性的影响机理研究,有助于打开高管薪酬激励效应的黑匣子,考虑中国传统社会背景下存在的传统元素,为中国企业高管薪酬契约的激励约束效应最优化设计提供了分析思路与理论依据;③研究在高管年龄非业绩效率的背后透视了另一层面的所得,选择这种权力强摄入的高管也是企业经营的需要,只是这种高管的价值体现不一定在企业业绩层面,而可能存在于企业风险的控制力等方面,研究深化了对高管权力问题存在的理论认识。

本文的研究及结论对企业薪酬契约的设计与管理实践具有重要的借鉴意义。①在企业契约集合体中高管薪酬契约作为正式契约,相对而言呈显性,对于这种显性契约权力型高管都可以通过权威摄入获取最有利于自身效用的薪酬,那么对于那些非正式契约如高管的在职消费,这种权力型高管会有更大的利己动机和空间;同时这种权力型高管通过权威的摄入很可能造成公司一些治理机制(如薪酬激励约束机制)的失效,那些原本为解决委托—代理问题而存在的机制设计反而成了代理问题的一部分,因此如何实现对这种权力型高管的治理可能需要改变权力治理权力的制衡思路,可以更多地从信息披露的层面展开,将这种权力型高管置身于内外部的监督与约束之中。②组织中个体特征会对薪酬契约的有效性产生影响,因此在薪酬设计时需要考虑个体特征,但是如果过度的关注个体的某些个性特征(如学历中的海外背景),很可能会引起组织内非公平的负向激励效应,最终影响组织效率。③企业在聘任权力型高管决策时需要考虑企业的战略目标、组织结构与环境,这种权力型高管可能更为合适于内、外部环境不确定高、组织结构复杂、而又追求平稳过渡的企业。目前有研究证据表明企业在特定的背景下以更高薪酬聘任年龄较大的高管,以可靠地完成目标。

[参考文献]

- [1]Hambrick,D. C.,and P. A. Mason. Upper Echelons:The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. Academy of Management Review, 1984,9(2):193–206.
- [2]Latham,G. P.,K. N. Wexley, and E. D. Pursell. Training Managers to Minimize Rating Errors in the Observation of Behavior[J]. Journal of Applied Psychology, 1975,60(5):550–555.
- [3]Mobley,W. H. Supervisor and Employee Race and Sex Effects on Performance Appraisals:A Field Study of Adverse Impact and Generalizability[J]. Academy of Management Journal, 1982,25(3):598–606.
- [4]McKnight,P. J.,C. Tomkins, C. Weir, and D. Hobson. CEO Age and Top Executive Pay:A UK Empirical Study [J]. Journal of Management and Governance, 2000,4(3):173–187.
- [5]Abernethy,M. A.,Y. F. Kuang, and B. Qin. The Influence of CEO Power on Compensation Contract Design[R]. SSRN Working Paper, 2014.
- [6]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.

- [7] Bebchuk, L. A., J. M. Fried, and D. I. Walker. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[R]. National Bureau of Economic Research, 2002.
- [8] 方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究, 2011,(4):107–120.
- [9] Hill, C. W., L., and P. Phan. CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay [J]. Academy of Management Journal, 1991, 34(3):707–717.
- [10] Lucas, R. On the Mechanics of Economic Development[J]. Journal of Monetary Economics, 1988, 22(1):3–42.
- [11] Romer, P. M. Increasing Returns and Long-run Growth [J]. The Journal of Political Economy, 1986, 94(5): 1002–1037.
- [12] 苏方国. 人力资本、组织因素与高管薪酬;跨层次模型[J]. 南开管理评论, 2011,(3):122–131,160.
- [13] 刘慧龙, 张敏, 王亚平, 吴联生. 政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J]. 经济研究, 2010,(9):109–121,136.
- [14] Gelade, G. A., and M. Ivery. The Impact of Human Resource Management and Work Climate on Organizational Performance[J]. Personnel Psychology, 2003, 56(2):383–404.
- [15] Sun, L.Y., S. Aryee, and K.S. Law. High-performance Human Resource Practices, Citizenship Behavior, and Organizational Performance: A Relational Perspective[J]. Academy of Management Journal, 2007, 50(3):558–577.
- [16] 杨兴全, 张丽平, 吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J]. 南开管理评论, 2014,(2):34–45.
- [17] 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.
- [18] 卢锐, 柳建华, 许宁. 内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J]. 会计研究, 2011,(10):42–48,96.
- [19] Core, J. E., W. Guay, and D.F. Larcker. The Power of the Pen and Executive Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(1):1–25.
- [20] 罗宏, 黄敏, 周大伟, 刘宝华. 政府补助、超额薪酬与薪酬辩护[J]. 会计研究, 2014,(1):42–48.
- [21] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004,(5):614–620.
- [22] Adhikari, H. P., S. B. Bulmash, M. W. Krolikowski, and N. B. Sah. Dynamics of CEO Compensation: Old Is Gold[R]. Embry-Riddle Aeronautical University Working Paper, 2015.

Top Manager Age and Compensation: Theoretical Approach and Empirical Evidence

LI Si-hai¹, JIANG Xin-feng¹, SONG Xian-zhong²

(1. Accounting School of Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China;
2. School of Management of Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: Employing the data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2004 to 2012 in China, this paper studies the effect of top manager age on the compensation contract. The results of the study indicate that top manager age has a significant impact on the compensation. Top managers of high absolute age and relative age gain more compensation. But this study also finds that top manager age, which has significant correlation with the compensation, has no significant correlation with corporate performance. And the age of top managers reduce the pay–performance sensitivity, especially when there is a decline in performance level. Which indicate that owing to the managers’ behavior of “taking advantage of the seniority”, the effectiveness of compensation contract is reduced. Further studies show that this phenomenon indicates the mesomeric effect of the social capital. The older top managers are more likely to have political capital. This kind of social capital enhances top managers’ power to negotiate and control when sign their compensation contract. The results of this paper based on the managerial heterogeneities provide analyses angle for the application of human resources theory, managerial power theory and social capital theory in the management compensation contract.

Key Words: top manager age; compensation contract; pay–performance sensitivity; political capital

JEL Classification: M12 J33 M52

[责任编辑:王燕梅]