

薪酬外部公平性对高管股票减持的影响

——基于收益风险偏好视角

马智颖, 孙世敏

(东北大学 工商管理学院, 沈阳 110169)

摘 要:以 2015—2017 年发生高管股票减持的沪深 A 股上市公司为样本,研究了收益风险偏好和薪酬外部公平性对高管股票减持的影响。研究发现高管倾向于在股价和内外风险较高时减持股份;薪酬外部公平性对高管股票减持强度的影响存在区间效应,劣势不公平时二者呈倒 U 型关系,优势不公平时二者正相关。进一步分析得知,薪酬劣势不公平程度较大时,高管减持行为由收益追逐转为损失规避;薪酬优势不公平状态下,风险规避是高管减持的主要动因。

关键词:收益追逐;风险规避;薪酬外部公平性;高管股票减持

中图分类号:F272.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1002-980X(2019)11-0048-09

近些年,我国高管薪酬管制政策已取得初步成效,但随着货币薪酬水平的降低,上市公司高管减持套现现象愈发明显,引起理论界对高管薪酬公平问题的重新审视。同花顺交易数据统计显示,仅 2017 年 8 月我国就有 66 家上市公司高管进行股票减持,其中有 29 家公司高管减持股数超过 1 万股,13 家减持股数在 10 万股以上,5 家减持股数高达百万股以上。Jaffe^[1]最早采用事件研究法探索内部人交易信息及获利能力,发现频繁买卖公司股票是内部人获取超额收益的必经环节。高管利用对公司信息的知悉优势可以准确抓住市场机会进行套现,在交易过程中获取巨额收益^[2]。陈维和吴世农^[3]发现具有冒险精神的创业板上市公司高管在面对巨额的确定性收益时,依然会选择减持套现以规避风险。吴子娟^[4]认为高股价、高市盈率、高募资带来的迅速财富膨胀是高管股票减持的主要动因,而市场的高风险性和高管的自我需求加剧了高管股票减持动机。因此,高管股票减持大致可归结为高额利益以及公司业绩与预期价值偏离风险的驱动。高管大规模减持套现不仅会导致股价剧烈波动,还会严重打击投资者信心,对公司发展造成负面影响^[5]。

目前,薪酬外部公平性研究主要集中于对公司业绩的影响^[6-7],较少涉及高管行为选择问题。根据锦标赛理论,适当的外部薪酬差距可以起到“鼓励进步,鞭策落后”的作用,发挥激励效应^[8];但跟踪性调

查研究结果显示,薪酬差距的激励效应会在短期内快速消失,并在随后期间引发盈余管理等机会主义行为^[9]。随着行为代理理论的成熟^[10],部分学者意识到薪酬外部公平性可能对高管行为选择产生影响。徐细雄与谭瑾^[11]研究证明,当薪酬水平低于外部参照标准时高管会认为自身利益受损,寻求替代性激励补偿的动机明显增强;罗宏等^[12]研究显示,高管薪酬低于同行业公司高管薪酬中位数越多,通过盈余管理操纵薪酬的程度越强;梅春和赵晓菊^[13]证实在垂直薪酬差异和平行薪酬差异较高的公司中副总经理主动离职率更高。综上可知,薪酬外部不公平不仅可能降低高管努力水平,还可能引发诸多代理问题^[14]。

货币薪酬与股权作为高管激励的重要手段,二者之间存在互为补充协调的关系^[15]。当货币薪酬激励不合理时会引发薪酬外部不公平问题,致使高管心理感知和行为动机发生变化,可能触发高管股票减持套现行为。公司授予高管股权的目的在于激励高管提高风险承担水平^[16],但从实施效果来看,无论股价高低,高管在面对高额收益时均具有强烈的减持动机,且在继续持股获取长期收益和套现取得确定性收益之间更趋向于选择后者^[17]。目前,高管减持现象虽引起部分学者关注,但是薪酬外部公平性与高管减持行为之间的关系尚缺乏证据支持。基于此,本文从薪酬外部公平性角度研究高管减持

收稿日期:2019-10-23

基金项目:国家社会科学基金“薪酬外部公平性对高管行为选择的影响研究”(17BGL244)

作者简介:马智颖(1993—),女,辽宁辽阳人,东北大学工商管理学院博士研究生,研究方向:薪酬与绩效管理;孙世敏(1966—),女,辽宁瓦房店人,博士,东北大学工商管理学院教授,博士研究生导师,研究方向:薪酬与绩效管理,会计与财务管理。

行为并结合收益风险偏好对这一影响加以深入探索。

本文研究薪酬外部公平性与收益风险偏好对高管股票减持的影响,其学术贡献体现在以下两个方面:第一,将薪酬外部公平性引入高管股票减持行为研究,证实薪酬外部公平性对高管股票减持行为的影响存在区间效应,且在不同区间上薪酬外部公平性和收益风险偏好对高管股票减持的影响存在差异性,该结论可为我国上市公司高管显性激励组合及治理规范提供一定借鉴;第二,从收益风险偏好视角探索高管股票减持动机,突破传统经济学中理性经济人假设,一定程度上弥补了效用最大化理论研究的不足,对高管股票减持行为给出了新的诠释。

1 理论分析与研究假设

1.1 高管股票减持与收益风险偏好

高管股票交易行为对公司经营和外部投资决策具有重要影响,频繁巨额减持不仅会弱化股权契约激励效果,而且会加剧公司股票的流动性风险^[18]。尽管股票减持可发挥增加资产流动性、便于资产重新配置和利用信息优势获取超额收益等作用^[19],但都无法否认高管减持行为背后的逐利动机^[20]。公司对高管实行股权激励的宗旨是以共享利益、共担风险的方式解决委托代理问题^[21],但目前我国上市公司对高管股票减持的管理经验匮乏,尤其是公司内部治理薄弱情况下,部分高管为实现自身利益最大化进行减持,置股东权益于不顾。由于高管获取公司股权付出的对价相对较低,转让股票往往能为其带来巨额经济利益,因此股价越高,越容易引起高管的股票减持。此外,股价高低受外部股票市场和内部经营风险双重影响,持股收益具有很大的不确定性。由于持股高管兼具经营者和股东两种身份,需要同时承担公司经营风险和股票市场风险。当高管预知外部市场环境面临较大风险时,出于风险规避考虑会选择股票减持行为;而高管作为公司管理者对内部经营状况具有准确把握,当公司内部经营风险较高时,为避免后期经营业绩恶化带来的股价波动损失,高管往往会选择提前出售股票。基于上述分析提出假设1和假设2:

高管减持股票具有收益追逐偏好,公司股票价格越高,高管减持强度越大(H1);

高管减持股票具有风险规避偏好,股票市场风

险和公司经营风险越高,高管减持强度越大(H2)。

1.2 薪酬外部公平性与高管股票减持

依据社会比较理论,人们通常会将自身薪酬与他人进行比较,薪酬外部公平性影响高管对自身收益的满意度,进而会在其行为决策上加以反映。本文借鉴Adams的公平理论,综合高管收入和付出两方面因素界定薪酬外部公平性^①,从劣势不公平和优势不公平两个框架分析薪酬外部公平性对高管减持行为的影响^[22]。以薪酬外部公平性为横轴,高管股票减持强度为纵轴,绘制两者关系图像如图1所示,其中(0,1)代表薪酬劣势不公平状态,(1,+∞)代表薪酬优势不公平状态。当薪酬劣势不公平程度较低时[处于(M,1)区间],随着薪酬不公平程度的加剧,高管承担的机会成本逐渐升高,为弥补不公平薪酬待遇带来的损失,高管更容易通过加大减持强度来增加自身收益。但是这种增加并不是没有限度的,治理层对高管的行为及履约情况亦存在“容忍区间”。当薪酬劣势不公平程度较高时[处于(0,M)区间],高管实际薪酬远远低于合理薪酬水平,一定程度上是因为董事会对高管工作业绩不满而进行的惩罚^[23]。为消除董事会的消极印象并达到股权激励解锁条件,高管会选择努力工作并减少股票减持行为,且薪酬劣势不公平程度越大,警示信号越强,高管减持强度越小。当薪酬优势不公平时[处于(1,+∞)区间],高管获得大量超额薪酬,保健性过强、激励性不足的薪酬通常是内部监管制度不够完善的表现,根据管理防御假说,此时高管会选择有利于实现自身利益最大化的行为,更容易减持股票。基于上述分析,提出假设3和假设4:

薪酬劣势不公平程度与高管减持强度之间呈倒U型关系(H3);

薪酬优势不公平程度与高管减持强度之间存在正相关关系(H4)。

1.3 薪酬外部公平性、收益风险偏好与高管股票减持

高管收益风险偏好作为一种内在特质,无论在公司经营决策还是个体行为选择方面均有体现^[24]。由于决策过程中个体偏好会随着现有收益结果而改变^[25],公司通常会以薪酬激励调节高管的收益风险偏好^[26]。行为经济学研究表明,人们在决策时往往具有损失厌恶和参照依赖心理,当薪酬水平高于参照点时呈现风险厌恶特征,低于参照点时则表现出

^①根据Adams的公平理论,将高管收入付出比值低于外部比较对象收入付出比值定义为“薪酬劣势不公平”,收入付出比高于外部比较对象收入付出比定义为“薪酬优势不公平”,高管收入付出比等于外部比较对象收入付出比时为公平标准“1”,比值与“1”的差距越大,薪酬不公平程度越大。

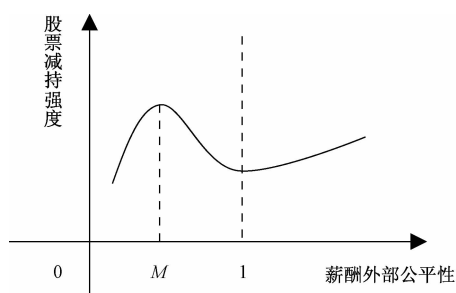


图 1 薪酬外部公平性与高管股票减持强度关系图

损失规避特征。由此推断,薪酬外部公平性可能对风险收益偏好与高管股票减持关系产生调节作用。由于薪酬外部公平性作用于高管行为选择的途径是个体心理感知,因此高管本身的收益风险偏好也可能对薪酬外部公平性与高管股票减持行为关系产生影响。基于上述分析,薪酬外部公平性与收益风险偏好对高管股票减持行为可能存在交互作用,且在不同的薪酬外部公平状态和程度下其影响的主次关系可能呈现差异化。

薪酬劣势不公平程度较大时[处于 $(0, M)$ 区间],高管的工作付出与薪酬收入比例严重失调。此时,承担了较高的机会成本的高管对损失更为敏感,其偏好也从收益追逐转为损失规避,倾向于在股价下跌时采取减持行为,以避免蒙受更大损失。由于薪酬激励效果微弱无法增强高管的风险承担能力,故内部经营风险越大,高管股票减持强度越大。此时提高薪酬外部公平性则可以减少高管的损失感,缓解上述收益风险与高管减持行为之间的关系。当薪酬劣势不公平程度较小时[处于 $(M, 1)$ 区间],高管的薪酬接近于薪酬公平标准,对薪酬公平性的感知更为强烈,因此不公平的薪酬待遇是其减持的主要动因,此时改善薪酬外部公平性会抑制高管股票减持行为。由于高管收益风险偏好的影响,随着股票价格和股市风险的增大,薪酬外部公平性对高管股票减持的抑制作用逐渐减弱。

在 $(1, +\infty)$ 区间上,高管获得了超过其努力水平的超额报酬,通常认为是董事会对其能力与业绩的认可,此时高管在物质和精神方面都得到了满足,对薪酬外部公平性的关注度较低。该区间内,薪酬外部不公平程度不再是决定高管行为的主要因素,其行为决策大多受自身收益风险偏好影响,股价较高、内外部风险较高时高管会选择股票减持行为。由于超额货币薪酬使高管收益偏好得到一定满足,因此高管行为选择时会将风险规避放在首位,即高管对风险变动更为敏感。基于上述分析,提出假设 5 至假设 7:

薪酬劣势不公平程度较高时,高管股票减持具有损失规避和风险规避特征,提升薪酬外部公平性会弱化股票价格和内部风险对高管股票减持强度的影响(H5);

薪酬劣势不公平程度较低时,提高薪酬外部公平性可以抑制高管股票减持行为,但随着股票价格和股市风险的提高,抑制作用被弱化(H6);

薪酬优势不公平时,高管股票减持行为具有明显的风险规避特征,薪酬优势不公平程度不具有调节作用(H7)。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文以 2015 年 1 月 1 日—2017 年 12 月 31 日期间发生高管股票减持的沪深 A 股上市公司作为研究对象,并对初选样本进行如下筛选:①剔除 2015—2017 年间被 ST(特别处理)和 PT(特别转让)的公司;②剔除金融和保险类行业公司;③剔除数据缺失或有极端值的公司。经过上述处理后,保留 839 家上市公司样本,包含 6478 次高管减持行为。为统一样本时点数据和期间数据口径,本文借鉴“公司日”^[27]的做法对实证数据进行了处理。本文研究涉及的所有数据均从 Wind 数据库获得。

2.2 变量选取

(1)被解释变量。本文的被解释变量为股票减持强度($Rshr$)。衡量股票减持强度的指标有减持频率、减持比例和减持收益等,由于《公司法》对高管减持公司股份的期间和比例均有明确规定,因此采用前两个指标研究高管减持行为意义有限,故本文选取高管减持股票获取的收益作为减持强度的计量依据。

(2)解释变量。本文的解释变量包括收益风险因素和薪酬外部公平性两方面指标。收益风险因素选用了减持股票价格(Sp)、公司经营风险(Br)和股票市场风险(Spv)三个变量,分别以高管减持时点股票价格、近四个季度经营现金净流量波动率和近 100 周公司股票收益年化波动率加以计量。薪酬外部公平性以高管薪酬相对数与业绩相对数的比值衡量,计算方法见式(1)。为使实证分析更加明了,本文将薪酬外部公平性(Ef)从状态和程度两方面进行表述: $Ef > 1$ 代表薪酬优势不公平, Ef 越大薪酬优势不公平程度越大; $Ef < 1$ 代表薪酬劣势不公平, Ef 越小薪酬劣势不公平程度越大。考虑薪酬外部公平性影响的滞后性, Ef 指标计算均采用上一期数据。

$$Ef = \frac{\text{样本公司高管薪酬}}{\text{同行业高管薪酬均值}} \div \frac{\text{样本公司业绩}}{\text{同行业公司业绩均值}} \quad (1)$$

(3)控制变量。参照现有研究,本文选取了公司创现能力(Acr)、净利润增长率($Npgr$)、资产负债率(Lev)、公司规模($Size$)、第一大股东持股(Fsh)、前十大股东持股(Tsh)、机构投资者持股(Ish)、董事会规模(Bod)、监事会规模(Bos)、两职兼任($Dual$)以及减持类型($Type$)11个控制变量,并对年份

和行业两个哑变量进行了控制。

上述各变量的名称、符号及具体计量方法见表1。

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计

表2汇总了主要变量的描述性统计结果。

表1 变量名称、符号及计量方法

变量类型	变量名称	符号	变量说明及计算方法
被解释变量	股票减持强度	$Rshr$	高管减持股票收益金额的自然对数
解释变量	减持股票价格	Sp	高管减持时点股票价格
	公司经营风险	Br	近四个季度经营现金净流量波动率
	股票市场风险	Spv	近100周公司股票收益年化波动率
	薪酬外部公平性	Ef	计量方法见式(1)
控制变量	公司创现能力	Acr	总资产现金回收率
	净利润增长率	$Npgr$	本期净利润增加值/上期净利润
	资产负债率	Lev	期初期末平均负债总额/期初期末平均资产总额
	公司规模	$Size$	期末总资产的自然对数
	第一大股东持股	Fsh	第一大股东持股数量/公司股份总量
	前十大股东持股	Tsh	前十大股东持股数量/公司股份总量
	机构投资者持股	Ish	机构投资者持股数量/公司股份总量
	董事会规模	Bod	董事会人数
	监事会规模	Bos	监事会人数
	两职兼任	$Dual$	董事长兼任总经理取值1,否则取值0
	减持类型	$Type$	高管本人减持取值1,否则取值0

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	观测值	最小值	最大值	均值	标准差
股票减持强度($Rshr$)	6478	7.804	19.441	16.534	17.595
减持股票价格(Sp)(元)	6478	2.767	184.581	21.762	15.235
公司经营风险(Br)(%)	6478	0.089	52.762	4.514	18.322
股票市场风险(Spv)(%)	6478	0.000	92.726	50.960	17.654
薪酬外部公平性(Ef)	6478	0.101	12.290	1.549	1.909
公司创现能力(Acr)(%)	6478	-12.785	23.827	5.080	6.133
净利润增长率($Npgr$)(%)	6478	-1956.957	511.977	-9.029	233.628
资产负债率(Lev)(%)	6478	6.848	81.681	38.382	18.210
公司规模($Size$)	6478	20.422	25.041	22.659	23.093
第一大股东持股(Fsh)(%)	6478	8.950	64.543	30.042	13.230
前十大股东持股(Tsh)(%)	6478	25.726	81.821	54.355	13.649
机构投资者持股(Ish)(%)	6478	0.000	85.348	33.071	24.270
董事会规模(Bod)(人)	6478	0.000	18.000	8.629	1.633
监事会规模(Bos)(人)	6478	0.000	9.000	3.419	0.960

股票减持强度($Rshr$)均值达到0.15亿($=e^{16.534}$)元,说明授予高管股权是上市公司一项高昂的激励成本;该指标离散程度较高,最大值高达2.774亿($=e^{19.441}$)元,显示个别上市公司高管减持套现问题十分严重,公司内部治理和市场监管亟待完善。薪酬外部公平性(Ef)均值为1.549,说明我国上市公司高管薪酬分位数远远高于业绩分位数,货币薪酬整体上表现为优势不公平;最小值(0.101)和最大值(12.290)差距悬殊,呈现出两个极端,说明一部分公司高管没有得到合理的薪酬待遇,而另一部分公司高管薪酬激励过度。

3.2 高管股票减持收益风险偏好的回归分析

为了检验假设1和假设2,本文构造式(2)回归模型,结果见表3。

$$Rshr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sp_{i,t} / (Br_{i,t} / Spv_{i,t}) + \alpha_2 Acr_{i,t} + \alpha_3 Npgr_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \alpha_6 Fsh_{i,t} + \alpha_7 Tsh_{i,t} + \alpha_8 Ish_{i,t} + \alpha_9 Bod_{i,t} + \alpha_{10} Bos_{i,t} + \alpha_{11} Dual_{i,t} + \alpha_{12} Type_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

表3第1栏结果显示,减持股票价格(Sp)与股票减持强度($Rshr$)的回归系数为0.013,且在1%水平上显著,说明高管受收益追逐偏好影响,会选择在股价较高时进行减持,假设1成立。第2

栏和第 3 栏结果表明,公司经营风险(Br)和股票市场风险(Spv)与股票减持强度($Rshr$)的回归系数分别为 0.010 和 0.008,均通过 1%显著性水平检验,说明高管具有风险规避偏好,倾向于在外部

市场风险和内部经营风险较高时进行减持,支持了假设 2。上述结果表明,高管进行股票减持并非完全出于理性,具有一定的收益追逐和风险规避偏好。

表 3 高管股票减持行为收益风险偏好的回归结果

变量	减持股票价格		公司经营风险		股票市场风险	
	回归系数	t	回归系数	t	回归系数	t
常数项	15.511***	18.023	16.415***	19.012	15.193***	17.339
减持股票价格(Sp)	0.013***	6.391	—	—	—	—
公司经营风险(Br)	—	—	0.010***	4.826	—	—
股票市场风险(Spv)	—	—	—	—	0.008***	4.479
公司创现能力(Acr)	-0.009*	-1.856	-0.025***	-4.102	-0.007	-1.453
净利润增长率($Npgr$)	0.000	0.400	0.000	0.789	0.000	0.567
资产负债率(Lev)	-0.017***	-8.089	-0.018***	-8.568	-0.019***	-9.103
公司规模($Size$)	-0.034	-0.823	-0.065	-1.563	-0.036	-0.862
第一大股东持股(Fsh)	-0.025***	-8.333	-0.025***	-8.304	-0.024***	-8.134
前十大股东持股(Tsh)	0.009***	3.115	0.011***	3.652	0.012***	4.098
机构投资者持股(Ish)	-0.003**	-2.108	-0.002	-1.445	-0.002*	-1.683
董事会规模(Bod)	-0.018	-0.892	-0.018	-0.927	-0.007	-0.337
监事会规模(Bos)	-0.298***	-9.172	-0.298***	-9.171	-0.296***	-9.108
两职兼任($Dual$)	0.173***	2.607	0.190***	2.867	0.185***	2.786
减持类型($Type$)	1.311***	18.235	1.351***	18.732	1.354***	18.752
样本量(N)	6478		6478		6478	
F	64.93		63.30		63.00	
Adj_ R^2	0.106		0.104		0.103	

注:***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

3.3 薪酬外部公平性对高管股票减持影响的回归分析

为了检验假设 3 和假设 4,本文构建式(3)和式(4)回归模型,分别检验薪酬劣势不公平和优势不公平状态下不公平程度对高管股票减持强度的影响,实证结果见表 4。

$$Rshr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ef_{i,t-1} + \alpha_2 Acr_{i,t} + \alpha_3 Npgr_{i,t} +$$

$$\alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \alpha_6 Fsh_{i,t} + \alpha_7 Tsh_{i,t} + \alpha_8 Ish_{i,t} + \alpha_9 Bod_{i,t} + \alpha_{10} Bos_{i,t} + \alpha_{11} Dual_{i,t} + \alpha_{12} Type_{i,t} + \epsilon_{i,t};$$

(3)

$$Rshr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ef_{i,t-1} + \beta_2 Ef_{i,t-1}^2 + \beta_3 Acr_{i,t} + \beta_4 Npgr_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Fsh_{i,t} + \beta_8 Tsh_{i,t} + \beta_9 Ish_{i,t} + \beta_{10} Bod_{i,t} + \beta_{11} Bos_{i,t} + \beta_{12} Dual_{i,t} + \beta_{13} Type_{i,t} + \epsilon_{i,t}。$$

(4)

表 4 薪酬外部公平性对高管股票减持强度影响的回归结果

变量	薪酬劣势不公平样本				薪酬优势不公平样本			
	系数	t	系数	t	系数	t	系数	t
常数项	4.638***	-11.675	13.563***	9.943	17.907***	16.078	6.704***	-18.943
薪酬外部公平性(Ef)	0.175	-0.910	2.033**	2.356	0.039**	2.043	-0.043	-0.644
薪酬外部公平性(Ef^2)	—	—	-1.703**	-2.267	—	—	0.008	-1.378
公司创现能力(Acr)	-0.003	-0.371	-0.004	-0.634	-0.012	-1.609	-0.012	-1.590
净利润增长率($Npgr$)	0.000	-0.384	0.000	0.561	0.000	1.190	0.000	-0.986
资产负债率(Lev)	-0.018***	-6.033	-0.022***	-6.920	-0.015***	-5.387	-0.015***	-5.617
公司规模($Size$)	-0.002**	-2.262	-0.000	-0.008	-0.098*	-1.798	-0.001***	-2.724
第一大股东持股(Fsh)	-0.018***	-4.023	0.016***	-3.702	-0.035***	-8.342	-0.035***	-8.283
前十大股东持股(Tsh)	0.013***	-2.856	0.011***	2.679	0.012***	2.856	0.012***	-2.857
机构投资者持股(Ish)	-0.003*	-1.712	-0.005***	-2.673	0.002	1.025	0.001	-0.715
董事会规模(Bod)	0.025	-0.828	0.026	0.927	-0.059**	-2.128	-0.060**	-2.172
监事会规模(Bos)	-0.248***	-4.864	-0.200***	-4.228	-0.417***	-9.192	-0.410***	-9.028
两职兼任($Dual$)	0.561***	-5.590	0.402***	4.192	-0.176*	-1.859	-0.180*	-1.886
减持类型($Type$)	1.459***	-13.751	1.309***	12.911	1.402***	13.647	1.389***	-13.507
样本量(N)	3412		3412		3066		3066	
F	30.14		25.39		40.10		37.53	
Adj_ R^2	0.106		0.085		0.133		0.138	

注:***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

观察表 4 结果,劣势不公平样本中,薪酬外部公平性(Ef)对股票减持强度($Rshr$)的影响符合模型(4)的倒 U 型关系,薪酬外部公平性(Ef)一次项系数(2.033)和二次项系数(-1.703)均通过 5%显著性水平检验。计算易求得曲线顶点 M 对应的 Ef 为 0.597,当 Ef 高于 0.597 时,薪酬劣势不公平程度相对较低, Ef 越小(薪酬劣势不公平程度越大)高管被剥削感知越强烈,为弥补损失进行的股票减持套现也就越多。当 Ef 低于 0.597 时,高管虽蒙受较大的薪酬损失,但在董事会强烈的警示作用下减持行为受限,且 Ef 越小(薪酬劣势不公平程度越大)警示意义越强,高管股票减持强度越低,假设 3 得证。

薪酬优势不公平样本薪酬外部公平性(Ef)对股票减持强度($Rshr$)的影响符合模型(3)的线性关系,实证结果显示薪酬外部公平性(Ef)的回归系数为 0.039,且通过 5%显著性水平检验,说明薪酬优势不公平程度越高,高管股票减持强度越大。当高管与比自己薪酬水平低的参照群体进行比较时,往往会提升自我评价水平,导致正向额外薪酬无法发挥激励作用,高管仍会基于自身收益风险偏好进行股票减持。随着薪酬优势不公平程度的提高,高管自我约束力越来越弱,股票减持强度越来越大,假设 4 成立。

3.4 薪酬外部公平性与收益风险偏好对高管股票减持交互影响的回归分析

为检验假设 5 至假设 7,构建式(5)回归模型进行实证检验。薪酬劣势不公平(0, M]区间样本组、

薪酬劣势不公平($M, 1$)区间样本组和薪酬优势不公平样本组的实证结果分别见表 5~表 7。

$$Rshr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sp_{i,t} / (Br_{i,t} / Spv_{i,t}) + \alpha_2 Ef_{i,t-1} + \alpha_3 Sp_{i,t} / (Br_{i,t} / Spv_{i,t}) \times Ef_{i,t-1} + \alpha_4 Acr_{i,t} + \alpha_5 Npgr_{i,t} + \alpha_6 Lev_{i,t} + \alpha_7 Size_{i,t} + \alpha_8 Fsh_{i,t} + \alpha_9 Tsh_{i,t} + \alpha_{10} Ish_{i,t} + \alpha_{11} Bod_{i,t} + \alpha_{12} Bos_{i,t} + \alpha_{13} Dual_{i,t} + \alpha_{14} Type_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

3.4.1 薪酬劣势不公平(0, M]区间样本组的实证检验

观察表 5 结果,薪酬外部公平性(Ef)回归系数并不显著,说明(0, M]区间上薪酬劣势不公平程度并不是高管减持行为的主导因素。第 1 栏回归结果显示,减持股票价格(Sp)的回归系数为-0.020,且通过 5%显著性水平检验,说明股价与股票减持强度存在负相关关系,说明其偏好已经由收益追逐转为损失规避,因此在股价下跌时为避免自身利益的进一步受损,会加大股票减持力度。交叉项 $Sp \times Ef$ 的回归系数在 1%水平上显著为正,说明改善薪酬劣势不公平程度会在一定程度上抑制高管损失规避偏好对其减持行为的影响。第 2 栏回归结果显示,公司经营风险(Br)的回归系数在 1%水平上显著为正,说明高管通常会选择在公司经营风险较高时减持股份。交叉项 $Br \times Ef$ 的回归系数为-0.069,且在 1%水平上显著,说明降低薪酬劣势不公平程度可以缓解高管由内部风险规避偏好驱动的减持行为。第 3 栏回归结果显示,股票市场风险(Spv)系数为正,交叉项 $Spv \times Ef$ 的回归系数为负,但二者显著性未达到检验标准。综合以上,假设 5 得证。

表 5 薪酬劣势不公平(0, M]区间样本组的回归结果

变量	减持股票价格		公司经营风险		股票市场风险	
	回归系数	t	回归系数	t	回归系数	t
常数项	11.350***	5.883	10.783***	5.644	9.604***	4.876
减持股票价格(Sp)	-0.020**	-2.366	—	—	—	—
公司经营风险(Br)	—	—	0.038***	4.686	—	—
股票市场风险(Spv)	—	—	—	—	0.010	1.244
薪酬外部公平性(Ef)	-0.661	-0.937	1.979	0.921	1.820*	1.752
$Sp \times Ef$	0.085***	3.762	—	—	—	—
$Br \times Ef$	—	—	-0.069***	-3.405	—	—
$Spv \times Ef$	—	—	—	—	-0.010	-0.482
公司创现能力(Acr)	-0.003	-0.376	-0.022**	-2.099	-0.000	-0.065
净利润增长率($Npgr$)	0.001*	1.652	0.001*	1.665	0.001	1.171
资产负债率(Lev)	-0.019***	-4.764	-0.020***	-5.118	-0.022***	-5.464
公司规模($Size$)	0.105	1.156	0.084	0.925	0.129	1.413
第一大股东持股(Fsh)	-0.022***	-4.108	-0.021***	-3.773	-0.023***	-4.248
前十大股东持股(Tsh)	0.023***	4.187	0.024***	4.237	0.030***	5.123
机构投资者持股(Ish)	-0.011***	-4.285	-0.009***	-3.509	-0.009***	-3.784
董事会规模(Bod)	0.0347	0.898	0.049	1.275	0.040	1.036
监事会规模(Bos)	-0.084	-1.336	-0.052	-0.810	-0.096	-1.519
两职兼任($Dual$)	-0.250**	-1.962	-0.232*	-1.825	-0.228*	-1.792
减持类型($Type$)	0.897***	6.606	0.940***	6.866	0.900***	6.557
样本量(N)	2040		2040		2040	
F	10.95		10.93		9.52	
Adj R^2	0.064		0.064		0.055	

注:***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

3.4.2 薪酬劣势不公平(M,1)区间样本组的实证检验

表 6 结果表明,在薪酬劣势不公平(M,1)区间上,薪酬外部公平性(Ef)与股票减持强度(Rshr)存在显著相关性,而减持股票价格(Sp)、内部经营风险(Br)与股票市场风险(Spv)对股票减持强度(Rshr)的影响并不明显,说明该区间上薪酬外部公平性(Ef)是影响高管减持行为的主导因素。三栏

结果均显示,薪酬外部公平性(Ef)的回归系数为负,且通过了 1%或 5%显著性水平检验,说明改善薪酬外部公平性可以抑制高管减持套现行为。交叉项 $Sp \times Ef$ 和 $Spv \times Ef$ 的回归系数在 5%水平上显著为正,说明收益追逐和外部风险规避偏好会弱化薪酬外部公平性对高管股票减持行为的抑制作用。综合上述分析,假设 6 得证。

表 6 薪酬劣势不公平(M,1)区间样本组的回归结果

变量	减持股票价格		公司经营风险		股票市场风险	
	回归系数	t	回归系数	t	回归系数	t
常数项	17.393***	7.946	16.934***	8.342	18.440***	2.665
减持股票价格(Sp)	-0.008	-0.244	—	—	—	—
公司经营风险(Br)	—	—	-0.035	-1.293	—	—
股票市场风险(Spv)	—	—	—	—	-0.033	-1.057
薪酬外部公平性(Ef)	-2.475**	-2.239	-2.170***	-3.368	-4.533**	-2.139
$Sp \times Ef$	0.029**	1.981	—	—	—	—
$Br \times Ef$	—	—	0.046	1.315	—	—
$Spv \times Ef$	—	—	—	—	0.050**	1.968
公司创现能力(Acr)	-0.021	-1.564	-0.026*	-1.786	-0.021	-1.576
净利润增长率(Npgr)	-0.000	-0.395	-0.000	-0.186	-0.000	-0.387
资产负债率(Lev)	-0.026***	-5.126	-0.029***	-5.767	-0.029***	-5.837
公司规模(Size)	-0.032	-0.335	-0.007	-0.087	-0.013	-0.134
第一大股东持股(Fsh)	-0.007	-1.057	-0.009	-1.396	-0.008	-1.265
前十大股东持股(Tsh)	-0.006	-1.004	-0.003	-0.436	-0.002	-0.409
机构投资者持股(Ish)	-0.001	-0.422	0.000	0.077	-0.000	-0.108
董事会规模(Bod)	0.018	0.428	0.004	0.097	0.017	0.412
监事会规模(Bos)	-0.431***	-6.106	-0.431***	-6.058	-0.427***	-6.075
两职兼任(Dual)	1.252***	8.564	1.276***	8.750	1.244***	8.461
减持类型(Type)	1.876***	12.579	1.957***	13.068	1.924***	12.946
样本量(N)	1372		1372		1372	
F	27.80		27.06		27.27	
Adj_R ²	0.215		0.210		0.212	

注:***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

3.4.3 薪酬优势不公平(1,+∞)区间样本组的实证检验

观察表 7 结果,(1,+∞)区间上薪酬外部公平性(Ef)对股票减持强度(Rshr)的影响微弱,而减持股票价格(Sp)、公司经营风险(Br)及股票市场风险(Spv)与股票减持强度(Rshr)之间存在明显的相关性,风险因素的影响尤为显著,说明薪酬优势不公平时风险规避是高管股票减持行为的主要动因。根据第 1 栏回归结果,减持股票价格(Sp)在 10%水平上显著为正,说明高管受收益追逐偏好影响,选择在股价上升时进行股票减持;根据第 2、第 3 栏回归结果,公司经营风险(Br)和股票市场风险(Spv)的回归系数均为正,并分别通过 1%和 5%显著性水平检验,说明此时高管是高度风险规避的,倾向于在外部风险和内部风险较高时减持股份,该影响比收益偏好的作用更显著。薪酬外部公平性(Ef)与三项收

益风险因素的交互项系数均不显著,说明薪酬优势不公平程度不具有调节作用。综合上述分析,假设 7 得证。

4 结论与启示

本文选取 2015—2017 年间发生高管减持交易的沪深 A 股上市公司为研究对象,检验收益风险偏好、薪酬外部公平性对高管股票减持行为的影响及交互影响,得出以下研究结论:①高管股票减持行为受收益风险偏好驱使,倾向于在股价较高、内外部风险较高时减持股份;②薪酬外部公平性对高管股票减持强度的影响存在区间效应,薪酬劣势不公平时二者呈倒 U 型关系,薪酬优势不公平时二者具有正相关性;③不同薪酬外部公平状态和程度下,收益风险偏好和薪酬外部公平性对高管股票减持行为的影响存在差异。薪酬劣势不公平程度较大时,高管减

表 7 薪酬优势不公平样本组的回归结果

变量	减持股票价格		公司经营风险		股票市场风险	
	回归系数	<i>t</i>	回归系数	<i>t</i>	回归系数	<i>t</i>
常数项	17.348***	15.517	18.376***	16.409	16.781***	14.462
减持股票价格(<i>Sp</i>)	0.008*	1.691	—	—	—	—
公司经营风险(<i>Br</i>)	—	—	0.016***	3.657	—	—
股票市场风险(<i>Spv</i>)	—	—	—	—	0.010**	2.255
薪酬外部公平性(<i>Ef</i>)	-0.051	-1.446	0.046**	2.424	0.025	0.326
<i>Sp</i> × <i>Ef</i>	0.004	0.836	—	—	—	—
<i>Br</i> × <i>Ef</i>	—	—	-0.002	-1.528	—	—
<i>Spv</i> × <i>Ef</i>	—	—	—	—	0.000	0.117
公司创现能力(<i>Acr</i>)	-0.012	-1.590	-0.031***	-3.567	-0.011	-1.509
净利润增长率(<i>Npgr</i>)	0.000	0.667	0.000	1.246	0.000	1.146
资产负债率(<i>Lev</i>)	-0.136***	-4.789	-0.014***	-4.982	-0.015***	-5.248
公司规模(<i>Size</i>)	-0.081	-1.482	-0.115**	-2.109	-0.076	-1.382
第一大股东持股(<i>Fsh</i>)	-0.034***	-8.105	-0.034***	-8.091	-0.034***	-7.876
前十大股东持股(<i>Tsh</i>)	0.009**	2.256	0.010**	2.527	0.010**	2.457
机构投资者持股(<i>Ish</i>)	0.002	0.927	0.002	0.984	0.002	1.068
董事会规模(<i>Bod</i>)	-0.048*	-1.750	-0.071**	-2.568	-0.042	-1.513
监事会规模(<i>Bos</i>)	-0.412***	-9.126	-0.414***	-9.149	-0.416***	-9.173
两职兼任(<i>Dual</i>)	-0.192**	-2.029	-0.170*	1.794	-0.183*	1.937
减持类型(<i>Type</i>)	1.383***	13.512	1.410***	13.758	1.411***	13.748
样本量(<i>N</i>)	3066		3066		3066	
<i>F</i>	36.96		35.76		35.32	
Adj_ <i>R</i> ²	0.141		0.137		0.136	

注:***、**和* 分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

持偏好由收益追逐转为损失规避;薪酬劣势不公平程度较小时,提高薪酬外部公平性可以抑制高管股票减持行为,但随着股票价格和股市风险的提高,抑制作用被弱化;薪酬优势不公平状态下,风险规避高管减持的主要动因。

本文研究表明不同薪酬外部公平状态和程度下,高管采取减持行为的动因存在差异,该结论对高管激励的实践具有一定借鉴意义。首先,显性薪酬契约设计应兼顾公平性,不仅调控薪酬绝对额,而且要保证薪酬与业绩的匹配性,既要避免高管因蒙受损失而实施报复性行为,又要避免薪酬激励过度引发高薪低效问题。其次,股权激励计划制定要充分考虑高管收益追逐和风险规避偏好,上市公司应结合行业特点和公司战略部署合理安排股权激励计划,促进高管提高风险承担水平,避免股权激励福利化,保证股权激励有效性。再次,公司应完善公司治理结构,强化内部治理机制的规范性,约束高管机会主义行为。

参考文献

- JAFFE J F. Special information and insider trading[J]. The Journal of Business, 1974, 47(3): 410-428.
- 曾庆生. 公司内部人具有交易时机的选择能力吗? 来自中国上市公司内部人卖出股票的证据[J]. 金融研究, 2008(10): 117-135.
- 陈维, 吴世农. 我国创业板上市公司高管和大股东减持股份的动因及后果——从风险偏好转向风险规避的“偏好逆转”行为研究[J]. 经济管理, 2013, (6): 43-53.
- 吴子娟. 上市公司高管离职与股份减持的实证研究——基于创业板的经验数据[D]. 南昌: 江西财经大学, 2013.
- 李维安, 李慧聪, 郝臣. 高管减持与公司治理对创业板公司成长的影响机制研究[J]. 管理科学, 2013, 26(4): 1-12.
- 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]. 管理世界, 2010(3): 117-126.
- 罗华伟, 宋侃, 干胜道. 高管薪酬外部公平性与企业绩效关联性研究——来自中国 A 股上市房地产公司的证据[J]. 软科学, 2015, 29(1): 6-10.
- 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗? ——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17(4): 24-35.
- BRIAN L C, TIHANYI L, CROOK T R. Tournament theory: thirty years of contests and competitions[J]. Journal of Management, 2014, 40(1): 16-47.
- PEPPER A, GORE J. Behavioral agency theory: new foundations for theorizing about executive compensation[J]. Journal of Management, 2015, 41(4): 1045-1068.
- 徐细雄, 谭瑾. 高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果: 基于行为经济学的理论解释与经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, 17(4): 36-45.
- 罗宏, 曾永良, 宛玲羽. 薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J]. 南开管理评论, 2016, 19(2): 19-31.
- 梅春, 赵晓菊. 薪酬差异、高管主动离职率与公司绩效

- [J]. 外国经济与管理, 2016, 38(4): 19-35.
- [14] ALEXANDRE M. Pay reference points, and police performance[J]. Nber Working Paper, 2006, 121(3): 783-821.
- [15] DENIS D J, XU J. Insider trading restrictions and top executive compensation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 56(1): 91-112.
- [16] 王栋, 吴德胜. 股权激励与风险承担——来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3): 157-167.
- [17] CAMERER C F, LOEWENSTEIN G, RABIN M. Advances in behavioral economics[M]. Princeton: Princeton University Press, 2004: 395-428.
- [18] KANIEL R, LIU S M, SAAR G, et al. Individual investor trading and return patterns around earnings announcements[J]. Journal of Finance, 2012, 67(2): 639-680.
- [19] KYRIACOU K, LUINTEL K, MASE B. Private information in executive stock option trades: evidence of insider trading in the UK[J]. Journal of Financial Economics, 2009(5): 1-24.
- [20] 段婧, 刘永芳, 何琪. 决策者角色及相关变量对风险偏好的影响[J]. 心理学报, 2012, 44(3): 369-376.
- [21] 屠立鹤, 孙世敏, 陈怡秀, 等. 股票期权激励与高管风险承担的关系——考虑媒体关注的调节作用[J]. 技术经济, 2016, 35(7): 112-122.
- [22] ADAMS J S. Inequity in social exchange[J]. Advances in Experimental Social Psychology, 1965, 2(4): 267-299.
- [23] 王有鸿, 黄解宇, 费威. 董事会结构、公司绩效与高管层报酬关系的实证分析[J]. 技术经济, 2010, 29(3): 100-105.
- [24] 潘禄, 钱秀莹. 动态重复决策中先前结果对风险偏好的影响[J]. 心理学报, 2014, 46(12): 1860-1870.
- [25] AGHA M. Leverage, executive incentives and corporate governance[J]. Accounting and Finance, 2013, 53(1): 1-30.
- [26] KAHNEMAN D, TVERSKY A. Prospect theory: an analysis of decision under risk[J]. Econometrica, 1979, 47(2): 263-292.
- [27] 吴育辉, 吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究[J]. 中国工业经济, 2010(5): 121-130.

External Compensation Fairness's Impact on Executive's Stocks Reduction: Based on the Perspective of Income Risk Preference

Ma Zhiying, Sun Shimin

(School of Business Administration, Northeastern University, Shenyang 110169, China)

Abstract: Based on the sample of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies with executive stock reductions in 2015-2017, this paper researches the impact of income risk appetite and external compensation fairness on executive's stock reduction. It is found that executives tend to reduce their shareholdings when stock prices and internal and external risks are high. There is a range effect on the impact of external compensation fairness on the executive's stock reduction. When compensation is negative-unfair, there is a relation of inverted U pattern, while positive-unfair a positive relation. Further analysis show that when the compensation is negative-unfair, the executive's preference for reduction is changed from income chasing to loss avoidance; when the compensation is positive-unfair, risk avoidance is the main motivation for reduction.

Keywords: profit chasing; risk averse; external compensation fairness; executive's stock reduction