

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2014.06.009

控股股东所有权结构、产权性质与高管薪酬决定的掏空效应

黄再胜

(南京政治学院 上海校区,上海 200433)

摘要:本文基于股东间代理问题视角,利用2007~2011年我国A股上市公司数据,实证考察了高管薪酬的过度支付是否会成为控股股东实现控制权私利的一种路径。研究发现:在地方国企中,高管薪酬水平与控股股东的现金流权显著负相关,与控股股东控制权与现金流权的两权分离度显著正相关,但这一结论在央企和民营企业中均不成立。这表明地方国企高管薪酬决定存在明显的掏空效应。本文的研究结论对于深化国企高管薪酬管理制度改革具有政策启示涵义。

关键词:股东间代理问题;高管薪酬;掏空效应

中图分类号:F272.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2014)06-0060-08

一、问题的提出

处于转型期的我国上市公司特别是改制后国企具有典型的双重代理特征。^[1]一方面,上市公司“内部人控制”问题普遍存在;另一方面,上市公司“一股独大”且大多呈现金字塔形股权结构。在投资者法律保护不健全的情况下,控股股东侵害中小股东现象严重。^{[2][3]}在双重代理关系下,上市公司高管薪酬决定不仅受制于公司管理层与股东之间的利益博弈,也受到股东间代理问题的影响。已有研究主要着眼于第一类代理问题,并基于管理层权力理论视角,考察我国上市公司管理层攫取超额薪酬的具体机理。^{[4][5][6]}由于没有关注股东间代理问题,现有研究大都把控股股东所有权结构(主要以第一大股东持股比例来间接衡量)作为控制变量来处理。

针对这一研究不足,一些学者开始关注我国上市公司控股股东掏空动机和掏空行为对高管薪酬决定的影响。但目前来看,研究主要考察了控股股

东掏空行为对高管薪酬业绩敏感性的调节作用。^{[2][7]}相比于薪酬业绩敏感性,高管薪酬决定的另一个方面,即高管薪酬水平是否受到控股股东掏空动机和掏空行为的影响?进而,在掏空路径上,高管薪酬的过度支付是否会成为控股股东谋取控制权私利的一种路径?对于这类问题,很少有研究进行深入的理论分析和实证检验。鉴于此,本文立足于股东间代理问题,实证考察我国上市公司高管薪酬决定是否会成为控股股东掏空上市公司的一种路径,以期在丰富公司治理掏空方面文献的同时也为理解体制转型背景下国企高管薪酬决定的内在机理提供一个新视角。

二、文献回顾与研究假设

(一)控股股东所有权结构与高管薪酬决定

从根本上讲,在公司治理中,股东间代理问题内生于控股股东控制权和现金流权发生偏离而衍生的控制权私利。Shleifer和Vishny指出,当控股股

收稿日期:2014-09-10

基金项目:国家社会科学基金青年项目(2010CGL056)

作者简介:黄再胜(1975-),男,安徽芜湖人,南京政治学院上海校区副教授,硕士生导师,管理学博士,主要从事组织激励与公司治理研究。

东获得公司的控制权时,他们偏好产生广大中小股东不能共享的私有控制权收益。一般而言,当上市公司控股股东控制权超过其拥有的现金流权时,控制权与现金流权之间的分离程度越大,控股股东掠夺公司财富的掏空能力就越强,可获取的控制权私利就越可观,但同时需分担的公司价值减损份额更低。^[8]因而,控股股东两权分离程度越大,其掏空动机就越发强烈,公司面临的股东间代理问题也就越突出。^[9]

现实中,控股股东转移公司资源,侵占中小投资者利益的方式多种多样。^[10]这其中,获取超额的高管薪酬就是控股股东掏空上市公司的一种可能路径。Masulis等考察了美国拥有不平等投票权股票的上市公司代理问题,发现内部人所持股权的两权分离度越大,公司CEO获取的超额薪酬就越多。^[11]就我国而言,已有研究表明,在缺乏对投资者法律保护和公司治理机制不完善的制度环境下,上市公司控股股东往往通过资金占用、现金持有、关联交易、现金股利、债务期限结构选择等多种途径来转移上市公司资源,侵占中小投资者利益。但在掏空方式上,管理层攫取超额薪酬是否成为控股股东掏空上市公司的一种现实路径,迄今为止还鲜有研究。

从我国上市公司的治理实践看,在国有控股上市公司中,企业高管人员通常由政府股东直接或间接委派,以确保公司管理层对政府指令的忠实执行。^[12]国企高管选择的行政化既可能由于政治晋升的激励显著强于薪酬激励,而弱化薪酬激励本身,也可能是单一的经理人业绩考核渠道更容易被经理人俘获而纵容国企高管攫取超额薪酬。^[6]尤其值得一提的是,政府任命国企高管除了确保政府指令通畅外,还有一个不为人所关注的现实目的,就是政府往往借干部交流之名,将退休或晋升无望的政府官员安排到国企任职,并领取“市场化”高薪作以慰藉。^[13]国有企业成为部分政坛失意官员行政权力“套现”的好去处。^①在民营上市公司中,实际控制人或家族人员通常直接参与经营管理。这种特殊的职位背景使得民营上市公司管理层享有极大的管理者权力。管理者权力理论的研究发现,公司管理层往往利用自身的权力影响来攫取超额薪酬。^[14]

上述分析表明,在我国上市公司高管薪酬决定中,不论其产权性质如何,均存在控股股东利用高管薪酬的过度支付来获取控制权私利的滋生土壤,而现行的法律规定则进一步强化了控股股东利用这

一路径来实施掏空的能力。^②基于以上分析,我们初步推测,向管理层支付超额薪酬也有可能成为我国上市公司控股股东获取控制权私利的一种路径。

(二)控股股东产权性质与高管薪酬决定

研究表明,转型期我国上市公司控股股东产权性质不同,高管薪酬决定也呈现出明显不同。^[15]并且其掏空上市公司的目标取向也存在差异。^[16]那么,在上市公司高管薪酬决定中,控股股东是否会利用高管薪酬的过度支付来实现其控制权私利,也可能因控股股东产权性质差异而得出不同结论。因此,有必要结合控股股东产权性质对这一问题作进一步分析。

就国有企业而言,在掏空动机上,政府作为控股股东转移所控制上市公司资源的目的,主要是用来满足其社会目标,具体体现为改制后国企要经常承担包括维持社会稳定在内的多重任务。由此,政府作为控股股东的掏空动机具有鲜明的政治性。在双重代理关系下,政府股东的掏空行为自然需要上市公司管理层的积极配合才能实现。由于政府股东的侵占行为会导致上市公司经营业绩下降和公司价值减损,在实行年薪制的薪酬制度安排下,公司管理层自然缺乏激励合谋实施掏空行为。为此,政府股东采取相应的激励策略来“赎买”公司管理层,至关重要。

转型期的政府作为控股股东可依赖的激励手段主要有两个:一是行政激励,即政府作为控股股东通过指派高管等人事安排和晋升激励,来促使上市公司管理层遵从政府指令;二是经济激励,即国企高管领取的显性薪酬(工资)以及可享受的各种福利和在职消费等隐性薪酬。在政企博弈中,政府股东倚重何种激励手段,是否会默许或纵容公司高管攫取超额薪酬来“激励”管理层,具体取决于以下三种因素的共同作用:一是政府股东可操控的行政激励资源的丰裕程度;二是国企高管薪酬决定面临的公平偏好约束程度;三是国企高管效用函数的具体构成。可以料想的是,政府股东能够给国企高管提供的行政激励越多,国企高管薪酬决定面临的公平偏好约束越强烈,国企管理层对政治晋升越偏好,高管薪酬的过度支付就越不大可能成为政府股东所倚重的激励手段。

现实中,国有企业所隶属的政府股东层级不同,上述三种因素会呈现出明显差异。具体而言,央企高管是由中组部或国务院国资委党委任命的“准

官员”。^[17]在主要由大集团治理和干部交流的制度安排下,央企高管实际上身处于一个行政激励资源丰富的广义内部劳动市场中。^[18]从理论上讲,央企高管完全可以通过敬业努力获得逐步提拔,官至行政组织的最高职位。在强行政激励下,央企高管作为政府股东的代言人,具有很强的通过提升企业业绩获得政治上回报的激励。政府股东无需倚重薪酬激励来确保央企管理层对其指令的服从。同时,转型期央企面临更多的社会舆论压力,其高管薪酬决定的“愤怒成本”较高。出于维护社会分配公平的考虑,政府主管部门一直对央企高管薪酬决定实施严格的政府管制。^[19]在上述情况下,政府作为控股股东通常不会选择默许或纵容央企高管攫取超额薪酬的激励策略来促进自身政治目标的实现。

相比之下,转型期地方国有控股上市公司所承担的政策性负担较多。在政企博弈中,地方国企高管“商而优则仕”的晋升空间相对有限。并且,上市公司隶属的地方政府级别越低,公司高管的政治晋升通道就越狭窄。同时,相比于央企,地方政府对其所控制上市公司的监督更为松散,导致地方国有上市公司管理层的道德风险问题更加严重,公司高管更偏好显性的货币薪酬。^[4]而从高管薪酬决定面临的公平偏好约束来看,在地方国企改制后,政府股东直接或间接持股比例越低,其国有性质色彩越淡,公司高管薪酬决定所承受的社会舆论压力就越小,公司管理层攫取超额薪酬可能招致的外部“愤怒成本”就越不显著。在此情况下,没有更多行政激励资源可资倚赖的地方政府极有可能假借上市公司高管薪酬契约市场化之名来实施“赎买”,通过默许或支持公司管理层攫取超额薪酬,来换取升职面临瓶颈的国企高管对政府目标的忠实执行,但结果却造成对中小股东利益的额外侵占。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:在其他条件一定的情况下,央企高管薪酬决定不存在明显的掏空效应。

H2:在其他条件一定的情况下,地方国企高管薪酬决定存在明显的掏空效应。

在民营上市公司中,家族或自然人作为控股股东掏空上市公司的目的就是为了获取控制权私利。^[16]与国有企业不同的是,民营企业控股股东的掏空目的就是为了获取独占的经济利益。就高管薪酬决定而言,一方面,由家族成员或自然控制人亲自出任公司高管,消弭了公司管理层与股东之间的利益冲

突,但却放大了股东间代理问题,增加了控股股东实施利益侵占的可能性。在掏空方式选择上,获取超额薪酬可能成为控股股东转移上市公司资源的一种路径。并且,随着近年来监管层相继发布多项针对大股东侵占上市公司利益法规后,利用资金占用、非公允关联交易等手段侵占公司资源的边际成本越来越高,导致控股股东更有可能籍薪酬激励之名更“合法”地掏空上市公司,侵占中小股东利益。

另一方面,控股股东作为公司创始人,往往拥有较高的持股比例。Li的研究表明,在2002~2007年间的1178家中国民营上市公司中,公司实际控制人出任公司CEO的平均持股比例为33.70%。^[20]相比于可观的所有权收益,借助高管薪酬的过度支付来获取的控制权私利可能微不足道,难以成为控股股东掏空上市公司的理性选择。^③综合上述两个方面,我们难以准确地推测民营上市公司控股股东所有权结构影响高管薪酬决定的具体方向及其显著性水平。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H3a:在其他条件一定的情况下,民营上市公司高管薪酬决定存在明显的掏空效应。

H3b:在其他条件一定的情况下,民营上市公司高管薪酬决定不存在明显的掏空效应。

三、数据来源与研究设计

(一)数据来源及变量衡量

本文数据来源于我国沪深股票市场2007~2011年所有A股上市公司,并对样本进行如下处理:(1)剔除金融类企业,因为金融行业会计准则与一般行业会计准则存在较大差异;(2)对于任职时间不足1年的CEO,按照比例月薪将其转化为年薪,少数样本企业总经理不在上市公司领取薪酬(即零薪酬现象),作剔除处理;(3)剔除财务和公司治理数据缺失的样本;(4)为消除极端值影响,对主要连续变量上下各1%的极端值进行Winsorize处理。经过上述处理,最终得到6511个样本观测值,为非平衡面板数据。

上市公司财务数据和公司治理数据均来自CSMAR数据库,公司控股股东类型和高管在职消费等数据系查阅年报手工收集整理而成。文中各变量的具体定义和计算见表1。

(二)研究设计

首先,本文采用如下基本模型来检验控股股东

所有权结构与高管薪酬决定之间的关系:

$$\ln(\text{Pay}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Cash} + \alpha_2 \text{Wedge} + \alpha_i \sum \text{Control} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

在模型(1)中,Wedge具体细分为Wedge1和Wedge2,分别作为控股股东两权分离程度的代理变量引入回归分析之中。根据相关理论和已有文献,我们在回归中还控制了以下变量:

在公司财务特征方面,Roa为公司会计业绩,Ret为公司市场业绩,我们采用滞后一期值,以控制内生性影响;Risk为公司经营风险;Size为公司规模;Growth为公司成长性;Leverage为公司财务杠杆。在公司治理特征方面,Dual为CEO是否两职兼任的哑变量;Boardsize为董事会规模;Inddir为独立董事占比;Bmeeting为董事会会议次数。在CEO个人特征方面,Tenure为CEO任职年限;Age为CEO年龄;Mshr为CEO持股比例。此外,HB为公司是否同时发行H股或B股的哑变量;Listage为公司上市年龄;GDP为公司所在地区人均国民生产总值。

为检验控股股东所有权结构对上市公司高管

薪酬决定的影响,首先采用混合回归的方法,以考察股权集中情况下上市公司高管薪酬决定可能存在的掏空效应。^⑤在回归中,我们主要关注 α_1 和 α_2 。如果回归结果显示 α_1 回归系数显著为负而 α_2 回归系统显著为正,则表明上市公司高管薪酬决定存在掏空效应。

其次,已有研究表明,高管薪酬经验研究存在的一个主要困扰就是模型设定可能因变量遗漏而导致估计偏差。同时,考虑到本研究主题是高管薪酬的过度支付是否成会控股股东的一种掏空路径,利用高管超额薪酬作为因变量,可以更加清晰地反映控股股东所有权结构的实际影响。鉴于此,参照已有文献,^{[6][21]}我们首先利用式(1)中所列的控制变量构成的高管薪酬决定模型进行固定效应回归。然后,利用回归所得的正向非正常薪酬作为高管超额薪酬(Excess_Pay)的代理变量,对如下模型(2)进行混合回归,以进一步验证我国上市公司高管薪酬决定是否存在掏空效应。

表1 变量定义和计算

变量名称	变量符号	计算方法
高管薪酬	Pay	上市公司CEO薪酬
现金流权	Cash	控股股东的现金流权
两权分离度	Wedge1 Wedge2	控股股东的控制权大于其现金流权时取值为1;否则为0 控股股东的控制权与现金流权之差值 ^④
任职时间	Tenure	CEO任职时间的自然对数
高管年龄	Age	CEO年龄的自然对数
高管持股	Mshr	CEO持股比例
	Dual	CEO兼任公司董事长时取值为1;否则为0
董事会特征	Boardsize	董事会人数的自然对数
	Inddir	独立董事人数/董事会人数
	Bmeeting	董事会会议次数的自然对数
公司业绩	Roa	总资产收益率,等于净利润/总资产
	Ret	公司股票年回报率
公司经营风险	Risk	公司近五年总资产收益率的标准差
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
公司成长性	Growth	公司年销售收入增长率
公司财务杠杆	Leverage	公司总负债/总资产
公司上市年龄	Listage	上市公司上市年龄的自然对数
H股或B股标识	HB	上市公司同时发行H或B股,则取值为1;否则为0
人均GDP	GDP	各省(市)年度人均国民生产总值的自然对数
行业哑变量	Industry	根据证监会行业分类标准,本文运用行业代码的首字母(制造业运用行业代码的前两位字母)对公司进行行业分类,共有21个行业。当公司属于各该行业时,该行业变量取值为1;否则为0
年份哑变量	Year	当公司处于各该年度时,该年度变量取值为1;否则为0

$$\text{Excess_pay} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Cash} + \alpha_2 \text{Wedge} + \alpha_3 \text{Dual} + \alpha_4 \text{Boardsize} + \alpha_5 \text{Inndir} + \alpha_6 \text{Bmeeting} + \varepsilon \quad (2)$$

由于上市公司高管实际薪酬低于正常预测值时, Excess_Pay 取值为 0, 故在具体检验中我们使用了 Tobit 回归。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

从主要解释变量看, 上市公司控股股东的现金流权平均为 30.58%, 在约一半的样本企业中, 控股股东的控制权大于其拥有的现金流权, 两者平均之差值为 5.97%。从公司财务特征的均值看, 公司总资产收益率为 4%, 每股收益率为 0.355, 公司总资产规模为 21.654, 公司年销售收入增长率为 0.391, 资产负债率为 0.537(见表 2)。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差
Pay	6511	45.03	33.83	39.49
Cash	6511	30.58	28.25	16.79
Wedge1	6511	0.49	0.00	0.50
Wedge2	6511	5.97	0.00	8.20
Roa	6511	0.04	0.04	0.08
Ret	6511	0.36	0.00	1.06
Risk	6511	0.06	0.03	0.14
Size	6511	21.65	21.57	1.23
Growth	6511	0.39	0.14	1.52
Leverage	6511	0.54	0.53	0.28

(二) 控股股东所有权结构、产权性质与高管薪酬决定的回归结果

我们分别从全样本和按产权性质类型分组检验了控股股东所有权结构对上市公司高管薪酬决定的影响, 结果见表 3。从全样本的回归结果来看, 栏目 1 显示, Cash 的回归系数为 -0.002, 在 1% 水平下显著为负; Wedge1 回归系数为 0.04, 在 5% 水平下显著为正, 说明控股股东的现金流权越小, 控股股东控制权与现金流权发生分离度越大, 其所控制的上市公司高管薪酬水平就越高。栏目 2 显示, Cash 的回归系数依然显著为负; Wedge2 的回归系数为 0.002, 但作用不显著。

分组检验发现, 在地方国企中, 栏目 5 显示, Cash 的回归系数为 -0.004, 在 1% 水平下显著为负; Wedge1 回归系数为 0.066, 在 5% 水平下显著为正; 栏目 6 显示, Cash 的回归系数依然显著为负; Wedge2 回归系数为 0.003, 在 10% 水平下显著为正, 说明控股股东的现金流权越小, 两权分离度越大, 公司高管薪酬水平就越高。这表明, 在地方政府行政激励资源有限的情况下, 政府股东现金流权越小, 其所控制上市公司的国有性质色彩越淡, 政府的“掠夺之手”越可能借推行上市公司高管薪酬契约市场化之机, 采取默许或纵容公司管理层坐享高薪的激励策略, 来换取其对政府目标的忠实执行, 但结果却导致对公司资源和中小股东利益的额外

表 3 控股股东所有权结构、产权性质与高管薪酬决定

自变量	因变量: Pay							
	全样本 (栏目 1)	全样本 (栏目 2)	中央企业 (栏目 3)	中央企业 (栏目 4)	地方国企 (栏目 5)	地方国企 (栏目 6)	民营企业 (栏目 7)	民营企业 (栏目 8)
Cash	-0.002*** (-4.04)	-0.002*** (-4.23)	0.001 (0.37)	0.002 (1.21)	-0.004*** (-4.49)	-0.004*** (-4.62)	0.000 (-0.18)	0.000 (-0.22)
Wedge1	0.040** (2.05)	—	-0.007 (-0.15)	—	0.066** (2.18)	—	-0.024 (-0.62)	—
Wedge2	—	0.002 (1.64)	—	0.004* (1.64)	—	0.003* (1.79)	—	-0.001 (-0.54)
Control	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	2.281*** (6.40)	2.34*** (6.59)	5.772*** (7.20)	5.749*** (7.20)	2.266*** (4.01)	2.256*** (4.00)	1.230*** (1.97)	1.210*** (1.94)
Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Year	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Observation	6511	6511	1199	1199	2687	2687	2625	2625
R ²	0.3405	0.3389	0.4326	0.4340	0.3966	0.3962	0.3156	0.3156

注: 括号内为 t 值, 是基于 White 异方差稳健修正; ***, **, * 分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 的水平下显著。

侵占。在央企和民营上市公司中,无论 Cash 还是 Wedge1 或 Wedge2 均基本与高管薪酬水平无显著相关性。

上述回归结果表明,本文提出的 H1、H2 和 H3b 得到验证,H3a 则没有得到经验支持。

(三)控股股东所有权结构、股权性质与高管超额薪酬决定的回归结果

从全样本的回归结果看,栏目 1 显示,Cash 的回归系数虽然为负,但不显著异于 0;Wedge1 回归系数为 0.026,但作用不显著;栏目 2 显示,Cash 的预测作用仍然不显著,Wedge2 回归系数为 0.003,在 5%水平下显著,说明从总体上看,控股股东的掏空动机和掏空行为与高管超额薪酬之间并不存在明显相关性(见表 4)。

进一步分组检验发现,在地方国企中,栏目 5 显示,Cash 的回归系数为-0.003,在 1%水平下显著,Wedge1 回归系数为 0.073,在 5%水平下显著;栏目 6 显示,Cash 的回归系数依然显著为负;Wedge2 回归系数为 0.005,在 5%水平下显著,说明政府股东的现金流量权越小,两权分离度越大,地方国企高管获取的超额薪酬就越多。在央企和民营上市公司中,相关栏目显示,无论 Cash 还是 Wedge1 或 Wedge2 均基本与高管超额薪酬无显著相关性。上述发现进一步验证了地方国企高管薪酬决定存在明显的掏空效应。

(四)敏感性检验

为检验上述结论的稳健性,我们进行了如下敏感性检验:

(1)我们分别用“金额最高的前三名高级管理人员的薪酬总额”和“金额最高的前三名董事薪酬总额”来代替 CEO 薪酬;(2)我们使用经年度行业中位值调整的 Roa 和 Ret 来衡量企业绩效;(3)现有文献一般把持有至少 10%控制权作为判别是否存在控股股东的经验标准。^[9]为此,我们还剔除了股东控制权低于 10%的样本;(4)由于本研究样本中控股股东所有权结构不随时间变化,我们没有采用面板数据固定效应回归。为进一步控制可能存在的异方差和序列相关影响,我们还进行了 FGLS 估计。

上述回归结果与前文研究结论基本相一致。基于上述敏感性分析,本文主要实证结论是比较稳健的

五、研究结论与建议

在股权集中情况下,控股股东的掏空动机和掏空行为是理解上市公司高管薪酬决定具体机理及其契约特征的重要视角。本文从股东间代理问题出发,实证考察了高管薪酬的过度支付是否会成为我国上市公司控股股东实现控制权私利的一种路径。研究发现,在地方国企中,高管薪酬水平与控股股东的现金流权显著负相关,与控股股东控制权与现金流权的两权分离度显著正相关;但在央企和民营上市公司中均不成立。上述证据表明,地方国企高

表 4 控股股东所有权结构、股权性质与高管超额薪酬决定

自变量	因变量;Excess_Pay							
	全样本 (栏目 1)	全样本 (栏目 2)	中央企业 (栏目 3)	中央企业 (栏目 4)	地方国企 (栏目 5)	地方国企 (栏目 6)	民营企业 (栏目 7)	民营企业 (栏目 8)
Cash	-0.001 (-1.53)	-0.001 (-0.95)	0.001 (0.54)	0.002 (1.3)	-0.003*** (-2.52)	-0.003*** (-2.46)	0.000 (-0.09)	0.000 (0.38)
Wedge1	0.026 (1.22)	—	-0.023 (-0.46)	—	0.073** (2.15)	—	0.012 (0.28)	—
Wedge2	—	0.003** (2.55)	—	0.004 (1.19)	—	0.005** (2.05)	—	0.004* (1.71)
Control	yes	yes	—	—	—	—	—	—
Constant	-1.914 (-11.25)	-1.934 (-11.42)	-2.288*** (-5.36)	-2.328*** (-5.42)	-1.566*** (-6.27)	-1.572*** (-6.28)	-2.216*** (-6.70)	-2.158*** (-7.62)
Observation	6511	6511	1199	1199	2687	2687	2625	2625
R2	0.0411	0.0416	0.0967	0.0973	0.0578	0.0577	0.0477	0.0483

注:括号内为 t 值,是基于 White 异方差稳健修正;***、**、*分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 的水平下显著。

管薪酬决定存在明显的掏空效应。

本文的研究结论对于深化国企高管薪酬管理制度改革有着重要的政策启示意义。转型期国企高管获取过高薪酬,不仅源自于内部人控制下的管理层薪酬操纵,也可能内生于政府“掠夺之手”旨在实现自身利益的政治考量。因此,当前国企高管薪酬管理改革,不能仅停留于单一代理关系下约束管理层自肥行为,更应从完善国企公司治理机制入手,着力消弭双重代理关系下政府股东掏空动机和掏空行为的影响。

在相关制度建设方面,当务之急是要加快国企高管选择机制改革,通过竞争性国企和公益性国企的分类管理,解决国企高管“资格确认问题”,促进国企高管身份明晰化,从根本上消除因国企高管身份博弈引发的高管薪酬决定的政治性影响。同时,继续推进国企股权结构改革,大力发展混合所有制,形成有效的公司股权制衡机制,增加控股股东的侵占成本,以抑制政府股东利用公司高管薪酬决定来实现控制权私利的动机和行为。此外,政府监管部门还应加强对上市公司高管薪酬治理的规制力度,如进一步严格高管薪酬信息披露要求、赋予中小股东薪酬表决权等措施,以减少高管薪酬决定过程中存在的来自控股股东的薪酬操纵。

注 释:

- ① 杨瑞龙等(2013)研究发现,央企高管是否具有中央机关的工作经历对其晋升没有显著影响。对此,他们给出的解释是,由于央企领导岗位的薪酬水平明显高于相应的公务员职务,部分即将退休或晋升空间受限的政府官员可能希望到央企任高管职位。正由于央企高管中此类人群的存在,可能抵消了中央机关的工作经历对央企高管晋升的积极影响。
- ② 根据1993年《公司法》(1999年修订)和中国证监会2001年颁布的《上市公司治理条例》的规定,在上市公司高管薪酬决定过程中,公司董事会应基于控股股东关于高管薪酬的建议做出决定。
- ③ Cheung等(2005)对香港1995~1998年间412家上市公司的研究发现,仅当公司CEO或董事长(同时也是控股股东)持股比例较低时(大公司小于10%,小公司小于35%),高管薪酬水平才与其持股比例正相关。而当公司高管持股比例较高时,获取更高的现金股利则取代高管薪酬成为其实现控制权收益的主要手段。雷光勇、刘慧龙(2007)的研究表明,地区市场化程度越高,民营上市公司倾向于发放更多的现金股利。对此,他们给出的解释是,

随着法治水平的提高,民营上市公司控股股东可能更青睐利用现金股利这一手段来更为“合法”地掏空上市公司。

- ④ 这一取值是借鉴的Claessens等(2000)的研究,我们还使用控股股东的现金流权与控制权之比来衡量两权分离度,本文实证分析的主要结论不变。
- ⑤ 在本研究样本中,控股股东所有权结构基本不随时间变化,使用面板数据固定效应方法会因控股股东所有权结构稳定而给结果带来严重问题,因此我们未采用固定效应回归。Adams等(2005)、Adams等(2009)和Zhou(2001)也采用了类似做法。

参考文献:

- [1] 冯根福.双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路[J].经济研究,2004,(12):16-25
- [2] Wang, K., Xiao, X. Controlling Shareholders' Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China [J]. Journal of Accounting Public Policy, 2011, (1): 89-100.
- [3] Luo, Y.L., Jackson, D.O. CEO Compensation, Expropriation and Balance of Power among Large Shareholders [J]. Advances in Financial Economics, 2012. 195-238.
- [4] 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.
- [5] 方军雄.高管权力和企业薪酬变动的非对称性[J].经济研究,2011,(4):107-120.
- [6] 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[J].经济研究,2012,(12):111-124.
- [7] Cao, Jerry, Pan, Xiaofei, Tian, G. Disproportional Ownership Structure and Pay-performance Relationship: Evidence from China's Listed Firms [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, (3): 541-554.
- [8] Shleifer .A., Vishny, R. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, (3): 461-488.
- [9] Claessens, M.J., Djankov, S., Joseph P.H. Fan, et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding [J]. Journal of Finance, 2002, (6): 2741-2771.
- [10] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, (2): 22-27.
- [11] Masulis, R., W., Wang, C., Xie, F., Agency Problems at Dual-class Companies [J]. Journal of Finance, 2009, (4): 1697-1727.
- [12] 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.
- [13] 黄再胜.国企领导人制度“去行政化”的市场逻辑与改革

- 路径[J].湖北经济学院学报,2014,(2):91-95.
- [14] Bebchuk, L., Fried, J. Executive Compensation as An Agency Problem [J].Journal of Economic Perspectives, 2003,(4):71-92.
- [15] 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].经济研究,2009,(11):68-81.
- [16] 李维安,钱先航.终极控制人的两权分离、所有制与经理层治理[J].金融研究,2010,(12):80-98.
- [17] 杨瑞龙,王元,聂辉华.“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J].管理世界,2013,(3):23-33.
- [18] 黄再胜,赵子忱.广义内部劳动市场、政府干预与强激励主体缺位[J].制度经济学研究,2006,(13):82-99.
- [19] 黄再胜,王玉.公平偏好、薪酬管制与国企高管激励——一种基于行为合约理论的解释[J].财经研究,2009,(1):16-27.
- [20] Li,Guoping.The Pervasiveness and Severity of Tunneling by Controlling Shareholders in China[J].China Economic Review,2010,(2):310-323.
- [21] Brick, I.E., Palmon, O., Wald, K.. CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?[J].Journal of Corporate Finance,2006,(3):403-423.

(责任编辑:卢君)

Ownership Structure of Controlling Shareholder, the Nature of Property Rights and the Tunneling Effects in the Determination of Executive Compensation

HUANG Zai-sheng

(Shanghai Branch of Nanjing Politics Institute, Shanghai 200433, China)

Abstract: From the Perspective of principal-principal agency problem, this paper empirically analyses whether there exist the tunneling effect in the determination of CEO compensation of Chinese Listed Companies. We find that there is a significant negative relationship between controlling shareholder's cash flow right and the level of CEO compensation, while the wedge between control right and cash flow right of controlling shareholder has a significant positive effect on the level of CEO compensation in local government controlled firms. But such relationships do not exist in both central government controlled firms and privately owned firms. These findings have policy implications for the reform of SOEs' executive compensation system.

Key words: principal-principal agency problem; executive compensation; tunneling effect