

双重股权公司中双重身份高管的薪酬安排 ——激励还是自利？

杜媛^{1,2,3}, 徐晴¹, 贾凡胜¹

(1. 中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266100; 2. 中国海洋大学 中国企业营运资金管理研究中心, 山东 青岛 266100; 3. 中国海洋大学 中国混合所有制改革与资本管理研究院, 山东 青岛 266100)

摘要: 双重股权结构能够使内部股东或创始股东以少数资本投入(现金流权)获得多数投票权(控制权), 成为控股股东, 由此帮助创始人 在不丢失控制权的前提下实现股权融资。文章以双重股权公司中双重身份高管的薪酬为研究对象, 考察高投票权股东兼任高管时的薪酬安排、激励效应及其保障机制。文章以2008—2017年的美国上市公司为样本, 研究发现: 相对于同股同权公司, 双重股权公司高管薪酬存在高货币性薪酬、低股票期权的独特现象; 双重身份高管可能出于自利动机而制定高货币性薪酬, 故难以形成有效激励, 而股票期权则能通过激励高投票权股东积极投入其异质性资本以提升企业绩效。因此, 外部同股同权股东应更多关注双重股权公司的高管薪酬结构, 监管方应要求双重股权公司加强高管薪酬信息披露和公司治理。

关键词: 高投票权股东; 高管薪酬; 双重股权公司; 货币性薪酬; 股票期权

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2021)01-0091-16

一、引言

双重股权结构发源于美国, 是指公司将股权分成具有不同投票权的两类或多类, 使持有一股多权的创始股东或内部股东以少数资本投入(现金流权)获得多数投票权(控制权)。该结构能帮助创始人 在不丧失控制权的前提下实现股权融资, 已被美国、德国、加拿大等数十个发达国家所接受, 成为国际资本市场的发展趋势。为提高我国资本市场的国际竞争力、完善多层次资本市场, 我国政策制定机构最终于2018年和2019年分别在香港证券交易所和上海证券交易所的科创板引入双重股权结构^①, 这再次引发了我国学界关于“双重股权”的讨论。因打破了同股同权的经典法则, 双重股权结构既可能激化代理矛盾也可能激发管理者才能, 对于企业价值而言是一把双刃剑(张继德和陈昌彧, 2017), 由此成为“公司治理中最具争议性的课题”(约翰·C. 科菲, 2020)。为了规范双重股权结构, 我国在一定程度上借鉴了美国早期较严格的制度安排

收稿日期: 2020-07-05

基金项目: 国家社会科学基金“基于利益相关者集体选择的中国双重股权结构研究”(16BGL076)。

作者简介: 杜媛(1979—), 女, 山东烟台人, 中国海洋大学管理学院副教授, 中国海洋大学中国企业营运资金管理研究中心、中国海洋大学中国混合所有制改革与资本管理研究院研究人员;

徐晴(1996—), 女, 河北沧州人, 中国海洋大学管理学院硕士研究生;

贾凡胜(1988—), 男, 河南濮阳人, 中国海洋大学管理学院教授。

^①2019年4月, 我国上交所发布了《科创板股票上市规则》, 首次允许本土企业在科创板发行具有特别表决权的类别股份, 2020年1月20日, 科创板迎来了第一家双重股权结构上市公司优刻得。

(汪青松, 2019), 而双重股权结构在美国资本市场多年的发展经验也给我们提供了前车之鉴。在我国欠缺实践经验和数据的现阶段, 如何使双重股权结构扬长避短, 这将成为我国经济转型升级背景下双重股权制度改革关注的重点问题。

委托代理理论中, 高管薪酬激励制度是股东用于协调高管与股东利益、解决代理问题的经典措施之一, 它能够减少高管的自利与短视, 激励高管努力工作, 从而提高企业整体绩效。但在双重股权公司中, 股东-高管的普通代理关系被改变: 一是明确将股东分为一股多权与一股一权两类股东, 出现双重股权, 即创始人及其团队一般为高投票权股东, 外部股东则为同股同权股东; 二是高投票权股东兼任高管, 存在双重身份^①。特殊股权结构下问题变得复杂: (1) 基于股东视角, 具有双重身份的高投票权股东自身利益与企业的价值增值息息相关, 虽然能够决定企业的价值创造及未来归属于自己的现金流, 但失去了与控制权对称的索取权带来的激励, 高投票权股东兼高管是否需要用薪酬来激励自己为公司创造价值? (2) 基于高管视角, 双重股权结构下控制权与索取权的不对称将强化其机会主义行为, 高投票权股东兼高管又是否会将其自身可控的薪酬作为寻求自身利益的手段? 此时的薪酬安排是否需要重点关注? 这些是控制权与索取权对称的同股同权公司所不曾遇到的问题。本文选取已实行双重股权结构多年的美国上市公司为样本, 着眼于高管薪酬安排, 探讨双重股权公司的薪酬结构、薪酬激励效果及其原因, 以期为我国双重股权结构制度设计提供启示。

本文的研究结果显示: 双重股权公司的高管薪酬存在高货币性薪酬、低股权激励的独特结构; 但高货币性薪酬未能促进企业绩效提升, 低股票期权却能有效促进企业绩效提升; 前者导致了代理问题, 而后者却减弱了代理问题、激励了异质性资本投入, 实现了高投票权股东的自我激励。本文可能的贡献在于: (1) 首次探讨了双重股权结构下具有双重身份的高投票权股东的独特薪酬激励问题, 丰富了高管薪酬领域的相关研究。(2) 从股东索取权角度探讨了高管薪酬的新意义。已有文献更多关注双重股权结构中创始股东的高控制权, 却未注意其不对称的低索取权, 而薪酬可视为对高投票权股东低索取权的补偿机制。本文尝试探讨该补偿机制的激励作用, 这一研究丰富了企业理论、异质性资本等理论研究。(3) 对我国促进双重股权制度改革具有现实启示。政策制定者应提高对双重股权公司的监管要求, 包括高管薪酬信息披露和公司治理; 外部投资者可多关注双重股权公司的高管薪酬结构。

二、文献综述、理论分析与问题提出

双重股权结构是为使公司创始股东(内部股东)在公司扩张过程中维持控制权、实现以更少资本投入掌控更多投票权而设计的一种特殊股权结构(DeAngelo和DeAngelo, 1985), 而高管薪酬是影响创始股东(兼高管)的控制权与现金流权(索取权)平衡的重要因素。Masulis等(2009)发现, 美国双重股权公司中内部人的现金流权和控制权分离程度越大, CEO们获得的薪酬越高。Tinaikar(2017)进一步将双重股权公司的高管薪酬与同股同权公司相比, 发现前者更高。Masulis等(2009)分别从代理问题、权力寻租角度解释了双重股权公司为何有更高的高管薪酬。然而, 高薪下的激励效应能否促进企业绩效提升呢? Amoako-Adu等(2011)研究发现, 与集中控制的同股同权公司相比, 双重股权公司中的家族高管获得了更多的激励性薪酬, 而高薪能够促使高管与外部投资者的利益一致, 有助于提升企业绩效。另外, 已有研究发现, 金字塔结构通过层层持股同样造成了投票权和现金流权的分离, 与双重股权结构的效果类似。Chen等

^① 本文样本中共有83家双重股权公司, 其中80家公司的高倍投票权股东同时兼任高管, 占比为96.38%, 所兼任的高管全部为董事长或总经理, 且有56%的公司高倍投票权股东既是总经理又是董事长, 即高投票权股东兼任总经理和董事长。

(2014)提出采用金字塔结构、交叉持股和双重股权结构等控制权增强机制的公司,更倾向于采用短期的货币性薪酬激励。刘慧龙(2017)发现最终控制人的控制链越长,高管薪酬和超额薪酬越高,薪酬业绩敏感性就越低。

从已有文献可知,一方面,主要成果显示双重股权公司具有相对较高的薪酬,高薪酬虽然能促进企业绩效,但也与代理问题、寻租有关(Masulis等,2009);另一方面,在同股同权背景下,高管的货币性薪酬和股权激励对企业绩效存在差异化激励作用(Chen等,2014)。那么在双重股权结构下,不同形式的高管薪酬对企业绩效是否也具有不同的激励作用?股东与高管身份合一的情况下,原本具有利益冲突的两类利益相关者将一面减弱第一类代理问题,一面又造成新的冲突:高管身份下形成更严重的权力寻租,股东身份下形成自我激励困境,即高投票权股东不仅投入了物质资本,更重要的是投入了难识别、难度量的异质性资本,而低索取权的权力结构却使之面临先天激励不足,这将促使高投票权股东兼高管吝其异质性资本投入,最终导致团队合作失败、企业绩效下降。高管薪酬是解决股东与高管之间利益冲突的重要手段,双重股权结构下的高管薪酬能否有效激励管理者,提升企业绩效,不同理论有不同的解读。

(一)管家理论下高管薪酬的激励作用被替代

在双重股权结构下,高投票权股东通常直接参与经营,成为管理者;而一股多权的设计使得高投票权股东能稳定控制权、长期运营企业,故被视为管家。Smart等(2008)指出,作为管家的高管缺少换届威胁,这就减少了高管的短视行为。因此,高管团队的稳定本身就有利于协调股东和高管目标的一致性,促进企业创新和绩效提升(张兆国等,2018),而目标长期化在一定程度上替代了高管薪酬激励。

作为管家,高投票权股东会以自我实现为内在激励机制,追求高层次的精神满足(汪青松,2019)。管家付出稀缺知识,以个人权威及影响力主导企业发展,通过成就企业、创造企业价值而实现自我价值(张继德和陈昌彧,2017)。他们对企业有非常强的心理归属感,把企业效益视为自身财富的一部分,为企业的长远发展而努力(谢会丽等,2019)。可见,高控制权本身就形成一种激励,在绝大多数企业将高管薪酬与企业绩效挂钩的前提下,企业绩效反映了管家的工作业绩,较好的业绩能对管家形成自我精神激励,并将替代高管薪酬以激励高投票权股东努力工作、提升企业绩效。而这种自我激励也将有效摒除薪酬中的自利问题(Hart和Holmstrom,2010),甚至促使高投票权股东自愿牺牲部分金钱收益(李海英等,2017)。因此,管家的自我精神激励将替代高管薪酬对企业绩效产生激励作用。

(二)代理理论下高管薪酬的激励作用因自利而减弱

双重身份使高投票权股东兼高管更易于侵犯外部同股同权股东利益,形成更严重的第二类代理问题(Wang等,2020)。由于人为设置了高投票权股东的“一股多权”,这将使高、低投票权股东间的两权分离程度更高。在“经济人”假设下,双重股权结构无法摒除高投票权股东的自利动机,代理问题难以避免。在控制权强化机制下,高控制权为高投票权股东提供了更有利的利益侵占机会。DeAngelo和DeAngelo(1985)指出,与同股同权公司相比,双重股权公司高管转移财富和获取私利的动机更强,一种简单的方式就是超额薪酬。Amoako-Adu等(2011)、Masulis等(2009)针对双重股权公司的研究成果均支持了拥有超额控制权的内部人谋取私利、侵占股东利益的观点。因此,双重股权结构强化了高管通过货币性薪酬为己谋利的动机,拥有双重身份的高投票权股东将偏好风险更低、成本更低、确定性更强的短期货币性薪酬,这将减弱高管薪酬对企业绩效的激励作用。而Werner和Tosi(1995)的研究发现也从侧面给出了佐证,即“具有自由裁量权的高管”获得了更高的货币性薪酬,并且高货币性薪酬降低了企业绩效。

(三) 企业理论下高管薪酬作为剩余索取权的替代机制而发挥激励作用

企业理论从股东视角探讨了控制权与索取权的配置问题。身为双重股权公司中的高投票权股东(一般为创始股东),虽然物质资本投入较少,但投入了更多不可度量、难以识别的异质性资本,如人力、智力、经验、关系等。自不完全契约理论出现以来,权力的来源已拓展至创意和人才等关键资源(Rajan和Zingales, 1998)。公司控制权除了来源于契约规定的权利,还源于创始人的个人魅力、创业成功所形成的个人权威(朱国泓和杜兴强, 2010)。因此,双重股权公司中高投票权股东的高控制权可视为其异质性资本投入的对价(李海英等, 2017),而双重股权公司的收益分配一般依据现金流权(张继德和陈昌彧, 2017),故基于物质资本投入的收益分配规则并未让高投票权股东获得对应的索取权。在企业理论的经典研究学派中,不论是Alchian和Demsetz(1972)从剩余索取权视角的论证,还是Grossman和Hart(1986)沿着控制权线索的推演,以及Hart和Moore(1990)、Hart(1995)、Williamson(1988)、Jensen和Meckling(1976)等学者从套牢、资产专用性、知识与信息多种角度的证明,均发现剩余控制权与剩余索取权对称是最有效率的权力安排,目的是实现控制权对索取权的充分保障以及索取权对控制权的充分激励。

综上,在企业理论下,索取权与控制权的一致能够对所有者自身形成有效激励。但在双重股权公司中,当高投票权股东持有低索取权、高控制权时,将催生所有者激励困难的问题。当持有高控制权时,高投票权股东被期望努力提高股东集体利益即企业绩效,但其无法量化的异质性资本投入却并未获得相应的物质利益补偿,也未得到索取权的激励。张维迎(1996)的研究指出,若欠缺对内部高控制权股东异质性资本的激励,外部股东的物质资本投入也将因此受到“虐待”。可见,对高投票权股东的激励不足将影响企业的价值增值。正如汪青松和赵万一(2011)所指出,将股东投入资本数量作为决定股东投票权和收益权的标准掩盖了异质性股东之间权利和义务的实质不平等。因此,基于股东视角,高投票权股东自身也需要索取权激励,而相对于短期货币性薪酬,影响其剩余索取权的股票期权正是一种替代机制,以期望可获得的股权价值增值补偿了高投票权股东的低索取权。可见,从企业理论来看,预期股票期权能够激励高管的异质性资本投入,并提升企业绩效。

三、实证研究设计

根据本文的研究问题,我们将用“倾向得分匹配法(PSM)结合描述性统计”的方法分析双重股权公司高管薪酬激励的结构特点,用大样本回归方法检验高管薪酬是否促进了企业绩效的有效提升,并通过进一步讨论探索高管薪酬产生激励作用的机理或未产生激励作用的原因与后果。

(一) 数据来源与样本选择

鉴于我国香港和内地市场均未有充足的研究样本,以及中概股公司存在以下问题,本文选择了美国上市的普通双重股权公司而非中概股双重股权公司:(1)需要选取上市至少三年的公司,而截至2016年,仅有39家中概股双重股权公司满足要求,样本量较少。(2)高管薪酬的总信息披露于上市公司年报,但本文需着重分析的结构信息仅披露于sec网站的代理声明(proxy statement)^①,而查阅发现,上述39家公司并未披露代理声明文件。

本文借鉴Howell(2010)提出的四种方法,在Compustat数据库、CRSP数据库中筛选双重股权

^①美国上市公司年报披露的高管薪酬信息为:截至xx年12月31日的财政年度,我们向董事和执行官支付了总计人民币xx万元的现金,包括薪金和奖金。我们还于xx年向董事和执行官授予了合计共xx股普通股。而披露于代理声明文件中的具体结构性信息包括:分别给予每位高管的基本工资、奖金、限制性股票和期权,这些正是本文着重分析的数据。

公司,即2008–2017年间上市至少三年的双重股权公司^①,并逐个查阅公司年报以确定是否为双重股权公司。本文剔除了金融业公司(sic代码为6000–6999)和公用事业公司(sic代码为4900–4999),而后将上述样本与Compustat的子库Execocump数据库^②匹配,得到上市公司的高管薪酬数据,最终筛选出数据齐全的双重股权公司83个,共631条年度数据。

由于双重股权与同股同权公司在数量、公司规模和资本结构等方面有明显差异,直接混合后进行OLS回归会使结果有偏。为避免样本的选择性偏误,减少内生性影响,本文采用倾向得分匹配法(PSM),采用最近邻匹配(1:2)并以同股同权公司作为控制组,合并匹配后的两组样本作为总样本,剔除重复数据后共1797条数据。本文对连续型变量都进行了上下1%的缩尾。

(二) 变量说明

借鉴权小锋等(2010),本文以企业绩效衡量薪酬激励的结果,作为主要的被解释变量,分别用TOBINQ和ROA度量;解释变量为高管薪酬和股权结构,其中高管薪酬包括总薪酬、货币性薪酬及其占比、股票期权及其占比^③。借鉴Frydman和Papanikolaou(2018)的研究,本文将高管定义为董事长、总经理、财务总监以及公司章程规定的其他人员,这与Execocump数据库所统计的“高管”薪酬一致。而本文样本中高投票权股东兼任的高管均为总经理,占本文的双重股权公司比例为96.38%。股权结构为哑变量,采用双重股权结构取1,否则取0。借鉴李文贵等(2017),选取管理费用率衡量企业的代理成本。借鉴Masulis等(2009)的研究,用“高管持有的投票权比例/高管持有的现金流权比例”衡量双重股权公司的两权分离度。其他控制变量借鉴杜兴强和王丽华(2007),具体变量定义如表1所示。此外,本文对行业和年度进行了控制。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
绩效变量 (PERF)	企业市场绩效	TOBINQ	(资产账面价值+普通股市场价值-普通股账面价值)/资产账面价值
	企业会计绩效	ROA	税后净利润/平均总资产
	高管总薪酬	PAY	Ln(所有高管平均总薪酬)
薪酬变量 (M_PAY)	高管货币性薪酬	MC	Ln(所有高管平均货币性薪酬)
	高管股票期权	SC	Ln(所有高管平均股票期权)
	高管货币性薪酬占比	PMC	高管货币性薪酬/总薪酬
	高管股票期权占比	PSC	1-高管货币薪酬占比
其他变量	股权结构	DUAL	哑变量,若为双重股权结构公司则取1,否则取0
	无形资产	INTX	Ln(无形资产)
	代理成本	Agent	管理费用/销售收入
	两权分离度	SEP	高管持有的投票权比例/高管持有的现金流权比例
	薪酬委员会中的独立董事比例	INDEP	薪酬委员会中的独立董事/薪酬委员会全部董事
	公司规模	Size	期末总资产的自然对数
	财务杠杆	LEV	总负债/总资产

①(1)在Compustat数据库检索公司名称后缀含有“-CLA”和“-CLB”公司;(2)以TIC为主识别码,在CRSP数据库中设置检索条件为“share class>2”;(3)寻找同一家公司在Compustat数据库和CRSP数据库的流通股数量相差超过5%的公司;(4)借鉴Jay Ritter网站提供的双重股权结构公司样本。

②Execocump数据库披露了S&P500、S&P400Mid Cap和S&P600Small Cap指数中的超过12500名高管的薪酬信息。

③美国上市公司所披露的高管薪酬中,包括“基本工资”“奖金”“股票”“期权”“其他”五部分,借鉴现有文献的一般做法,本文将基本工资和奖金之和计算为“货币性薪酬”,将股票和期权之和计算为“股票期权”。而对于“其他”薪酬,它在各企业中的占比均较低,多数企业无此项,内容主要包括股息、捐款等。因鲜有文献将“其他”纳入高管薪酬的研究范围,遵照研究惯例,本文仅以货币性薪酬和股票期权为研究对象,且货币性薪酬占比与股票期权占比之和不等于1。

续表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
	资本性支出占比	<i>CAPX</i>	资本性支出/总资产
	营业收入增长率	<i>GROWTH</i>	(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
	资产增长率	<i>AGROTH</i>	(本年总资产-上年总资产)/上年总资产
	高管年龄	<i>AGE</i>	高管的平均年龄
	两职合一	<i>DU</i>	虚拟变量, 董事长和总经理兼任取值为1, 否则取值为0
	董事会规模	<i>BS</i>	董事会总人数
	行业固定效应	<i>INDU</i>	行业虚拟变量
	年度固定效应	<i>YEAR</i>	年度虚拟变量

(三) 研究模型

参考唐松和孙铮(2014)的研究, 本文建立模型(1)以探讨高管薪酬对企业绩效的影响。后文在模型(1)的基础上加入不同交互项, 或再进行分组回归。

$$PERF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 M_PAY_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 CAPX_{i,t} + \beta_6 AGROTH_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 DU_{i,t} + \beta_9 BS_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

借鉴Ben-Nasr等(2015)的研究, 设定模型(2), 通过计算倾向得分值选择与双重股权公司相匹配的同股同权公司。

$$Logit(DUAL_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 CAPX_{i,t} + \beta_5 AGROTH_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

四、实证检验结果分析

(一) 倾向得分匹配检验

经过模型(2)的Logit检验, 本文选择营业收入增长率(GROWTH)、企业规模(SIZE)、资本性支出占比(CAPX)、高管年龄(AGE)和每股收益(EPS)为协变量, 采用1:2最近邻匹配法, 匹配结果满足共同支撑假设和平行假设(备索)。当输出变量为高管总薪酬(PAY)时, ATT值为0.009, t值为-0.21, 表明两组样本的高管总薪酬没有显著差异。当输出变量为高管货币性薪酬(MC)及其占比(PMC)时, 其ATT值分别为0.157和0.064, 对应t值分别为6.80和5.71; 当输出变量为高管股票期权(SC)及其占比(PSC)时, ATT值分别为-0.289和-0.072, 对应的t值分别为-2.98和-6.07。由上述结果可初步推断: 两类公司的高管薪酬总额类似, 但存在显著的结构性差异, 即双重股权公司的货币性薪酬偏高、股权激励偏低。

(二) 描述性统计与单变量检验

表2报告了匹配后两类公司高管薪酬的描述性统计与单变量检验结果^①。数据显示, 双重股权公司的高管货币性薪酬占比PMC(0.391)高于同股同权公司(0.326), 股票期权占比PSC(0.548)低于同股同权公司(0.620)。均值差异检验表明双重股权与同股同权公司的高管总薪酬没有显著差异, 而股票期权显著低于同股同权公司, 货币性薪酬显著高于同股同权公司。

高投票权股东两权分离度SEP的范围为(0, 29.372), 变化幅度较大。双重股权公司的两类绩效TOBINQ和ROA的均值和中位数均小于同股同权公司相应值, 而代理成本Agent的均值(0.269)高于同股同权公司(0.234)。

^①表2只报告主要变量的描述性统计, 完整表格备索。

表2 高管薪酬的描述性统计与单变量检验

变量	平均数		中位数		最大值		最小值		均值差异(t)
	双	单	双	单	双	单	双	单	
<i>PAY</i>	7.537	7.545	7.460	7.560	10.450	10.470	5.410	5.020	-0.192
<i>MC</i>	6.407	6.245	6.363	6.201	8.326	9.473	5.252	4.802	7.064
<i>SC</i>	6.533	6.835	6.921	7.159	10.430	10.440	0.000	0.000	-3.333
<i>PMC</i>	0.391	0.326	0.330	0.260	1.000	1.000	0.020	0.020	6.039
<i>PSC</i>	0.548	0.620	0.610	0.690	0.980	0.970	0.000	0.000	-6.387
<i>TOBINQ</i>	1.571	1.934	1.246	1.560	7.717	14.263	0.377	0.452	-6.078
<i>ROA</i>	3.727	4.951	4.671	5.317	52.673	357.691	-69.087	-96.104	-1.815
<i>SEP</i>	2.711	1.000	1.927	1.000	29.372	1.000	0.000	1.000	-15.105
<i>Agent</i>	0.269	0.234	0.236	0.203	0.995	1.438	0.000	0.000	3.867

总体来看,在控制两类公司的规模、资产负债率、资本性支出等均无显著差异的前提下,描述性统计与单变量检验显示出双重股权公司高管薪酬的以下特征:(1)与同股同权公司相比,高管薪酬在总量上虽无差异,但有独特的薪酬结构,即高货币性薪酬、低股权激励。(2)双重股权公司的市值绩效和会计绩效都显著低于同股同权公司。(3)双重股权公司的代理成本显著高于同股同权公司。上述发现意味着,高管所持有的投票权可能对高管薪酬有影响,同时双重股权公司中的代理问题更严重,高货币性薪酬可能是高管寻租的结果。

制定薪酬的目的在于激励,那么双重股权公司独特的高管薪酬结构是否为促进企业绩效提升而设计?下文将检验高管薪酬对企业绩效的激励效果。

(三)相关性分析与回归分析

相关性分析表明(结果备索):各主要变量的相关系数一般均小于0.7,方差膨胀因子(VIF)均小于10,平均值为2.01,表明变量间不存在严重的多重共线性。

回归分析中,本文同时考察了两类公司的高管薪酬对企业绩效的影响。模型(1)的回归结果如表3所示。对于货币性薪酬,第(1)、(2)列显示双重股权公司高管的货币性薪酬对市场绩效(TOBIQ)和会计绩效(ROA)均无显著影响,表明综合激励作用和可能的自利作用,双重股权结构的货币性薪酬无法提升企业绩效;第(3)、(4)列中,货币性薪酬对企业市场绩效和会计绩效的回归系数分别为0.322和2.549,均通过了1%的显著性检验,表明同股同权公司高管的货币性薪酬激励能有效提升企业的市场绩效和会计绩效。对于股票期权,第(5)、(6)列显示双重股权公司的高管股票期权对企业的市场绩效和会计绩效的影响系数分别为0.041和0.418,均在10%的水平上显著,即能显著提高企业绩效;第(7)、(8)列显示,同股同权公司的高管股票期权对企业的市场绩效影响系数为0.096,在1%的水平上显著,对企业会计绩效的影响系数为0.440,在10%的水平上显著。

表3 高管的货币性薪酬与股权激励对企业绩效的影响

	货币性薪酬与企业绩效				股票期权与企业绩效			
	双重股权结构公司		同股同权公司		双重股权结构公司		同股同权公司	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>TOBINQ</i>	<i>ROA</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>ROA</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>ROA</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>ROA</i>
<i>MC</i>	-0.137 (-1.538)	1.268 (1.572)	0.322*** (2.693)	2.549*** (2.948)				

续表 3 高管的货币性薪酬与股权期权对企业绩效的影响

	货币性薪酬与企业绩效				股票期权与企业绩效			
	双重股权结构公司		同股同权公司		双重股权结构公司		同股同权公司	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	TOBINQ	ROA	TOBINQ	ROA	TOBINQ	ROA	TOBINQ	ROA
SC					0.041*	0.418*	0.096***	0.440*
					(1.695)	(1.912)	(3.866)	(1.811)
GROWTH	0.012***	0.053**	0.013***	0.066***	0.013***	0.054*	0.012***	0.065***
	(3.364)	(2.176)	(5.178)	(3.048)	(3.524)	(1.897)	(5.002)	(2.976)
AGROWTH	0.002	0.072***	0.006**	0.084***	0.002	0.073***	0.005**	0.082***
	(0.710)	(4.218)	(2.355)	(3.371)	(0.808)	(2.776)	(2.282)	(3.292)
Size	0.047	0.629*	-0.156***	0.586*	-0.011	0.587	-0.159***	0.767***
	(1.128)	(1.918)	(-4.055)	(1.877)	(-0.275)	(1.407)	(-4.366)	(2.628)
CAPX	9.756***	45.625***	2.479**	34.205***	9.487***	43.564***	2.643**	34.598***
	(5.660)	(3.697)	(2.008)	(4.323)	(5.457)	(3.814)	(2.184)	(4.291)
LEV	0.490***	-3.520**	-0.082	-7.974***	0.505***	-2.639	-0.021	-7.673***
	(2.822)	(-2.163)	(-0.389)	(-4.538)	(2.784)	(-1.512)	(-0.099)	(-4.335)
AGE	-0.081***	0.062	-0.004	-0.010	-0.078***	0.106	0.003	0.034
	(-8.994)	(0.873)	(-0.394)	(-0.163)	(-8.358)	(1.617)	(0.356)	(0.541)
DU	0.140*	-0.164	-0.033	0.469	0.113	-0.318	-0.004	0.636
	(1.757)	(-0.277)	(-0.509)	(0.918)	(1.390)	(-0.556)	(-0.066)	(1.247)
BS	0.019	0.490***	0.015	0.293*	0.015	0.385**	0.010	0.272*
	(0.850)	(3.202)	(0.826)	(1.894)	(0.684)	(2.421)	(0.552)	(1.740)
Industry/Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Constant	5.414***	-15.624***	0.494	-23.640***	4.583***	-12.112***	1.455**	-14.732***
	(7.693)	(-2.631)	(0.608)	(-4.684)	(7.642)	(-2.596)	(2.390)	(-3.584)
N	548	548	1013	1013	548	548	1013	1013
adj. R ²	0.335	0.245	0.178	0.199	0.336	0.248	0.185	0.195

注: 括号中报告的是经异方差调整的t值, *, **, *** 分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。下同。

上述检验表明(见图1): 同股同权公司更偏好使用股票期权作为长期激励工具, 但不论期限长短和数量多少, 其货币性薪酬和股票期权均有效促进了企业绩效的提升, 即同股同权公司的薪酬激励计划十分有效。反观双重股权公司, 其给高管发放了较高的货币性薪酬, 但高薪却出现激励无效的现象, 甚至对市场绩效有不显著的负向影响; 而股票期权虽较低却能有效促进企业绩效。本文的研究发现基本不支持管家理论, 而支持了代理理论和企业理论。后文将以上述两个理论为基础展开进一步讨论。

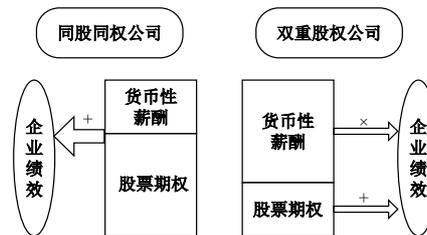


图 1 两类公司高管薪酬结构的对比

五、进一步讨论: 原因分析

基于上文结论, 本部分将进一步探讨: 在双重股权公司中, 高管的货币性薪酬激励无效的原因、股票期权激励有效的机理是什么? 第一, 以代理理论为基础, 当高管的控制权机制被强

化时,高货币性薪酬的激励无效是否反映了高权力带来的自利?而这种激励无效是否源自不对称的高权力,货币性薪酬又是否会加重高权力的负面作用?而由权力带来的自利应如何缓解?第二,以企业理论为基础,低股票期权为何能成功激励高投票权股东,其内在机制是什么?它能否成为高投票权股东低索取权的替代机制,从而减少自利并实现有效激励?

(一)高货币性薪酬无效的原因:两权分离下的自利

1. 两权分离下的货币性薪酬与高管自利

肖继辉和孟婷(2015)发现高管任期长、董事长和总经理兼任会使高管权力较大,代理问题更严重,滋生的高管自利使“运气补偿薪酬”和“超额补偿薪酬”更易发生。在双重股权公司中,高投票权股东与高管的兼任源于一股多权的设计和投票权与现金流权的分离,那么高货币性薪酬所反映的自利是否就根源于两权分离?本文用代理成本作为自利的代理变量,考察两权分离对货币性薪酬的影响,以及高货币性薪酬是否又引起了自利。检验结果如表4所示,第(1)列显示两权分离度(SEP)对货币性薪酬(MC)的系数为0.018,在1%的水平上显著,说明双重股权公司的两权分离度与高管的货币性薪酬正相关;第(2)列货币性薪酬(MC)对代理成本(Agent)的系数为0.120,在1%的水平上显著,说明高管货币性薪酬与代理成本正相关。上述结果表明,在高投票权股东兼任高管、由此对薪酬有一定发言权的场景下,两权分离度越大,货币性薪酬越高,代理成本就越大,因此,在一定程度上高货币性薪酬映射了高投票权股东在利用高权力自定薪酬过程中的自利行为。

表4 货币性薪酬、两权分离与企业绩效

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>MC</i>	<i>Agent</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>
<i>MC</i>		0.120*** (4.500)	-0.137 (-1.538)	-0.035 (-0.352)	1.268* (1.845)	2.457*** (3.151)
<i>MC</i> × <i>SEP</i>				-0.025** (-2.360)		-0.192** (-2.308)
<i>SEP</i>	0.018*** (3.885)			-0.006 (-0.377)		-0.100 (-0.891)
<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Industry/Year</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	585	548	548	509	548	509
<i>adj. R</i> ²	0.401	0.266	0.335	0.353	0.245	0.279

注:为缓解共线性问题,在构建交互项时,对连续变量进行了中心化处理,下同。

方政等(2017)发现货币性薪酬激励是应对第一类代理问题的重要手段,但上述结果表明,在双重股权结构下,货币性薪酬激励不但不会降低反而加剧了代理成本,特殊环境下的特殊问题值得关注。双重身份下高投票权股东与高管身份的合一使第一类代理问题大大减少,但同时加剧了第二类代理问题,即内部股东与外部股东间的利益冲突。双重身份下,高投票权股东对自身的薪酬制定有一定的发言权,风险较低的货币性薪酬将成为高投票权股东自利的手段。而一定程度上,外部低投票权股东也将“识破”这一手段,货币性薪酬越高,高投票权股东可能实现的自利越多,代理成本也越高,因此货币性薪酬与企业市场绩效的负相关表明,市场或外部股东识破了高管货币性薪酬的自利性。

2. 货币性薪酬强化了两权分离度的负向激励作用

基于上述检验结果,在两权分离度对企业绩效的降低作用中,货币性薪酬是否又加重了这种负向影响?本文以双重股权公司为样本,将两权分离度与高管货币性薪酬中心化后做交乘项 $MC \times SEP$,将其与两权分离度 SEP 、货币性薪酬 MC 同时放入模型(1),检验结果见表4。表4显示,第(4)列中交乘项 $MC \times SEP$ 对企业市场绩效的系数为-0.025,在5%的水平上显著,表明货币性薪酬加重了高投票权股东的两权分离度对企业市场绩效的负向影响;第(6)列中交乘项 $MC \times SEP$ 对会计绩效的系数为-0.192,在5%的水平上显著,表明货币性薪酬同样加重了两权分离度对会计绩效的负向影响。这意味着高管的货币性薪酬将强化两权分离度对企业绩效的降低作用。

3. 薪酬委员会中独立董事的治理作用

权力导致自利的逻辑再次在双重股权公司高管薪酬中得到验证。而该薪酬的制定并非完全由高投票权股东决定,在各国上市公司中,高管薪酬方案要经由独立董事构成的薪酬委员会许可确定。美国证券交易所虽规定上市公司必须按照董事会过半数比例的要求^①聘任独立董事,但允许“超过50%的投票权由个人、团体或其他公司持有”的受控公司自由决定独立董事聘任与否,可见,美国监管层给受控公司包括更易成为受控公司的双重股权公司以自由选聘独立董事的权力。王凯等(2016)提出,上市公司为满足相关法律法规而引入的独立董事可能难以有效发挥监督职能,当自身主动引入时则具有高效率。本文统计发现,在纽交所上市的大部分美国双重股权公司都在董事会中设置了一半以上的独立董事。在一定程度上,这意味着公司认可独立董事的作用。由此,本文将在双重股权公司中考察薪酬委员会的独立董事比例是否有助于减少高管货币性薪酬。借鉴谢德仁等(2012)的研究,本文设定模型(3),其中控制变量包括市场绩效(TOBINQ)、营业收入增长率(GROWTH)、资产增长率(AGROTH)、企业规模(Size)、资产负债率(LEV)、资本性支出占比(CAPX)、高管年龄(AGE)、董事会规模(BS)、两职合一(DU)、行业和年份哑变量。

$$M_PAY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

实证结果如表5所示,第(1)列和第(2)列显示独立董事比例(INDEP)对高管总薪酬(PAY)和高管货币性薪酬(MC)的系数分别为-0.755和-0.792,均通过了1%的显著性检验,说明薪酬委员会中的独立董事能有效抑制高管的总薪酬和货币性薪酬。第(3)列显示独立董事比例(INDEP)对高管股票期权(SC)的系数为1.962,通过了10%的显著性检验,表明独立董事占比能提高高管的股票期权。可见,双重股权公司的独立董事在高管薪酬制定中能发挥治理作用,薪酬委员会中的独立董事比重越大,越能降低货币性薪酬、提升股票期权,即独立董事有助于优化薪酬结构。

表5 双重股权结构中薪酬委员会对高管薪酬的作用

	(1)	(2)	(3)
	PAY	MC	SC
INDEP	-0.755*** (-2.862)	-0.792*** (-4.173)	1.962* (1.902)
Controls	Control	Control	Control
Industry/Year	Control	Control	Control
N	585	585	585
adj. R ²	0.613	0.412	0.403

(二) 股票期权有效的机理: 激励与治理

1. 对异质性资本的激励

股票期权的激励作用机理可理解为:因能实现对高投票权股东索取权的补偿,故可激励其

^①纽交所对所有上市公司的要求是:(1)上市公司必须拥有大多数独立董事;(2)上市公司必须有一个完全由独立董事组成的提名/公司治理委员会;(3)上市公司必须有一个完全由独立董事组成的薪酬委员会;(4)审计委员会必须至少有三名成员,所有审计委员会成员必须满足独立性要求。

为获得长远、更高的利益而采取相关策略,如加大异质性资本投入等。Chemmanur和Jiao(2012)提出研发强度较大、无形资产投入比例较高的公司更适合采用双重股权结构,这将促使管理者更专注于为股东创造长期价值而不是仅仅关注短期利益。朱德胜和周晓珮(2016)研究发现提高高管的持股比例能有效提升企业的创新效率,实现企业的价值增值。因此,本文将考察股权激励是否通过激励高投票权股东的异质性资本投入以促进企业绩效的提升。因企业年报中没有直接度量异质性资本投入的指标,本文选取无形资产来替代。事实上,美国财务会计准则委员会(FASB)对无形资产的界定恰好反映了企业中的异质性资本,无形资产包括“客户资源、反映市场准入权的许可证、专利权、人力资源、独特技术或秘方”,其六方面的信息恰好可视为高投票权股东及其运营团队在人力资本、社会关系、技术资本方面的异质性资本投入的量化结果。

股权激励对异质性资本投入的促进作用已被既有文献所验证。宗文龙等(2013)提出股权激励减少了高管更换的频率,体现了筛选、吸引和留住人才的功能。刘宝华和王雷(2018)研究发现股权激励能够促进技术创新、增加研发投入、激发管理层努力,即促进技术、人力资本投入。近年来,在异质性资本投入促进企业绩效的研究方面也累积了较多成果,如尹美群等(2018)发现科技研发投入等技术资本能有效提升企业经营绩效和创新绩效。

借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)的中介效应模型,本文构建方程(4)、方程(5)和方程(6)对股票期权——异质性资本投入——企业绩效进行中介效应检验,其中PERF为企业的市场绩效和会计绩效,PSC为高管股票期权占总薪酬的比重,INTX为无形资产的自然对数。控制变量与模型(3)相同。

$$ERF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PSC_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$INTX_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PSC_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$PERF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PSC_{i,t} + \beta_2 INTX_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

股票期权——异质性资本——企业绩效的中介效应检验结果如表6所示。第(1)、(4)列中,高管股票期权占比对市场绩效和会计绩效的影响系数分别为0.747和3.887,在1%和5%的水平上显著,即股票期权能显著提升企业绩效。第(2)、(5)列股票期权占比对异质性资本的影响系数为0.774,在10%的水平上显著,即股票期权能促进股东异质性资本投入。第(3)、(6)列高管股票期权对市场绩效和会计绩效的系数为0.741和5.052,均通过了1%的显著性水平检验,异质性资本对市场绩效的系数为0.090,在1%的水平上显著,对会计绩效的系数为0.258,p值为19.6%。上述结果表明,异质性资本在股票期权影响企业市场绩效的过程中显示出部分中介效应,股票期权通过激励高投票权股东的异质性资本投入促进了企业市场绩效的提升。而对会计

表6 股票期权——异质性资本——企业绩效的中介效应检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>TOBINO</i>	<i>INTX</i>	<i>TOBINO</i>	<i>ROA</i>	<i>INTX</i>	<i>ROA</i>	<i>Agent</i>
<i>PSC</i>	0.747*** (3.702)	0.774* (1.782)	0.741*** (3.448)	3.887** (2.307)	0.774* (1.782)	5.052*** (2.871)	-0.124** (-2.400)
<i>INTX</i>			0.090*** (3.441)			0.258 (1.294)	
<i>Controls</i>	Controls	Controls	Controls	Controls	Controls	Controls	Controls
<i>Industry/Year</i>	Controls	Controls	Controls	Controls	Controls	Controls	Controls
<i>N</i>	548	502	502	548	502	502	631
<i>adj. R²</i>	0.369	0.623	0.389	0.273	0.623	0.229	0.273

绩效的中介效应检验,一定程度上表明盈余管理的存在性(肖淑芳等,2013),这从侧面反映了高投票权股东存在自利的现象。

2. 对代理问题的治理

由上文分析可见,股票期权通过补偿高投票权股东的索取权,应能够减少第二类代理问题。吕长江和张海平(2011)发现股权激励缓解了管理层和股东之间的利益冲突,通过抑制代理成本抑制了公司非效率投资,或通过抑制非效率投资间接降低了代理问题。本文将验证股票期权是否降低了企业中的代理成本。借鉴方政等(2017)的研究,本文设计模型(7)以检验股票期权对代理成本的影响。控制变量与模型(3)相同。

$$Agent_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PSC_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum INDU + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

实证结果如表6第(7)列所示,股票期权占比(PSC)对代理成本(Agent)的系数为-0.124,在5%的水平上显著。这表明双重股权公司中股票期权的使用比例越高,越能有效抑制代理成本,可见,股票期权缓解了投票权与现金流权不对称下的代理问题,这将有助于改善双重股权公司的治理环境,发挥股票期权对企业绩效的促进作用。

六、稳健性检验

鉴于高管薪酬与企业绩效之间天然存在的内生性问题,本文在主检验及进一步讨论中已采取常用的三种策略:(1)通过PSM方法为相应的双重股权公司匹配同股同权公司,以此作为总样本;(2)将高管薪酬滞后一期;(3)分别用市场绩效TOBINQ和会计绩效ROA度量企业绩效。三种方法均为现有高管薪酬研究文献中处理内生性的惯用方法。另外,PSM检验、均值差异检验也都发现了双重股权公司的货币性薪酬更高的现象。为增强结果的稳健性,本文再分别采取Heckman检验、替换主要自变量和因变量的方法进行稳健性检验。

(一) Heckman检验

本文的主假设聚焦双重股权公司高管薪酬对企业绩效的影响,但考虑到双重股权结构的选择并非随机,为处理样本自选择问题,本文采用Heckman(1979)两阶段法进行检验。通过Probit检验获得逆米尔斯比率(IMR),加入模型(1)后的回归结果表明^①:货币性薪酬对企业绩效无显著影响,股票期权则显著促进了企业市场绩效和会计绩效,与前文一致,结果较为稳健。

(二) 替换主要自变量

本文将“高管薪酬”(包括货币性薪酬和股票期权)替换为前三名高管薪酬总额,借鉴谢德仁等(2012)及多篇文献的做法,将其取自然对数后对高管薪酬结构进行回归,结果与PSM结果基本一致^②,即与同股同权公司相比,双重股权公司的高管总薪酬无明显差别、货币性薪酬更高、股票期权更低,结果稳健。替换自变量后,高管薪酬对企业绩效的影响也与前文检验结果一致,即双重股权公司的高管货币性薪酬显著降低了企业市场绩效,股票期权则显著提升了企业绩效,结果稳健。

(三) 替换主要因变量

本文将企业绩效指标替换为“税息折旧及摊销前利润”(EBITDA),表示企业的经营绩效,取自然对数后作为因变量,以验证高管薪酬对企业绩效的影响。结果显示^③:双重股权公司的高管货币性薪酬对EBITDA无显著影响,股票期权则在1%的水平上显著提升了EBITDA;而同股同权公司中,货币性薪酬和股票期权均显著提升了企业绩效,与前文结果基本一致。

①②③篇幅所限,结果未列示,有需要者可与作者联系。

七、结论与启示

(一) 研究结论

双重股权结构利弊共存,如何通过制度设计使之扬长避短,是当前学术研究的重点。本文旨在探索双重股权结构下如何设计高管薪酬以促进企业绩效的提升。研究发现:双重股权公司的高管薪酬在总量上与同股同权公司无异,但存在高货币性薪酬、低股权激励的结构性差异;而高货币性薪酬未能提升企业绩效,低股票期权却能有效提升企业绩效。高货币性薪酬揭示出高投票权股东的自利现象、双重股权公司中的代理问题;股票期权则有助于降低代理成本、激励高投票权股东的异质性资本投入,这意味着不对称的低索取权得到补偿,高投票权股东的自我激励得以实现。

(二) 管理启示与政策建议

当前我国资本市场建设的目标是引导市场走向价值回归之路。现阶段,我国对双重股权结构的制度规范借鉴了美国早期制度,总体上较为严格,但伴随注册制改革、新证券法实施,我国监管层对双重股权公司的实质性审核将越来越少。而反观美国监管层,其对双重股权结构的监管经历了由紧到松的过程。在当前美国较宽松的制度环境下,本文已发现双重股权公司在高管薪酬制定中的自利问题。因此,在我国资本市场中对双重股权结构的制度规范宜紧不宜松。

1. 对监管方:提高双重股权上市公司的监管要求。(1)加强高管薪酬信息披露。双重股权公司应集中、细化披露所有高管的薪酬信息,包括每位高管的总薪酬、固定工资、奖金、限制性股票、股票期权等具体薪酬结构,并应披露公司的股权激励计划及其每年的执行细节,使监管方和外部股东充分了解高投票权股东的高权力对其自身利益的直接影响,以及公司对高投票权股东等内部高管的异质性资本激励计划。(2)提高公司治理要求。第一,鼓励双重股权公司运用高管股票期权进行公司治理。尤其是在制度执行之初,高管股票期权可作为许可双重股权公司的条件之一,以减弱高投票权股东的自利行为,保护外部股东利益。第二,提高双重股权公司薪酬委员会的独立董事比例,或要求全部由独董构成,这将减少高管薪酬中的自利问题。第三,继续限制一股多权的最高倍数,以降低两权分离度,减弱制度尚不完善时的代理问题,保护外部股东利益。

2. 对外部投资者:关注双重股权公司的高管薪酬结构。双重股权公司的外部股东最担心的正是公司治理制度能否对高投票权股东形成有效激励,使自身的投入资本免受“虐待”。建议外部同股同权股东重点关注公司的高管薪酬安排,尤其是高投票权股东的薪酬设计,高股票期权、低货币性薪酬的高管薪酬结构将有助于减弱代理问题、保护外部股东利益、缓解内外部股东间的利益不一致问题。

3. 对内部治理者:使用高股权激励、低货币性薪酬的薪酬结构。建议双重股权公司的内部治理者选择低货币性薪酬、高股权激励的薪酬结构,这将有助于弥补低索取权对高投票权股东激励的不足,并有效提升企业绩效。

(三) 研究展望

本文的研究表明:在高投票权、低索取权的双重股权结构下,兼任高管的高投票权股东本身也需要薪酬激励。虽然股权激励更有效,但双重身份下的高管却偏爱低风险的货币性薪酬,这暗示可能存在高权力下的代理问题。随着我国科创板或港交所双重股权公司数量的增多,我们将进一步搜集我国上市公司数据,检验在我国较严格的制度环境下两类高管薪酬能否有效提升双重股权公司绩效的提升,以及相关公司在该薪酬制度下是否存在代理问题,并对比我国与美国不同制度环境下薪酬激励的效果,以进一步优化我国的双重股权结构制度。

主要参考文献:

- [1] 杜兴强,王丽华. 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J]. *会计研究*, 2007, (1).
- [2] 方政,徐向艺,陆淑婧. 上市公司高管显性激励治理效应研究——基于“双向治理”研究视角的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2017, (2).
- [3] 李海英,李双海,毕晓方. 双重股权结构下的中小投资者利益保护——基于Facebook收购WhatsApp的案例研究[J]. *中国工业经济*, 2017, (1).
- [4] 李文贵,余明桂,钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. *管理世界*, 2017, (8).
- [5] 刘宝华,王雷. 业绩型股权激励、行权限制与企业创新[J]. *南开管理评论*, 2018, (1).
- [6] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. *管理世界*, 2017, (3).
- [7] 吕长江,张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. *管理世界*, 2011, (11).
- [8] 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).
- [9] 唐松,孙铮. 政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J]. *管理世界*, 2014, (5).
- [10] 王凯,武立东,许金花. 专业背景独立董事对上市公司大股东掏空行为的监督功能[J]. *经济管理*, 2016, (11).
- [11] 汪青松,赵万一. 股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角[J]. *现代法学*, 2011, (3).
- [12] 汪青松. 公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护——以美国制度环境与中概股样本为例[J]. *环球法律评论*, 2019, (5).
- [13] 温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014, (5).
- [14] 肖继辉,孟婷. 非对称业绩基准与高管薪酬:基于代理成本视角[J]. *管理评论*, 2015, (1).
- [15] 肖淑芳,刘颖,刘洋. 股票期权实施中经理人盈余管理行为研究——行权业绩考核指标设置角度[J]. *会计研究*, 2013, (12).
- [16] 谢德仁,林乐,陈运森. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验[J]. *管理世界*, 2012, (1).
- [17] 谢会丽,肖作平,王丹青,等. 民营企业创始控制对R&D投资的影响——基于管家理论的实证分析[J]. *南开管理评论*, 2019, (4).
- [18] 尹美群,盛磊,李文博. 高管激励、创新投入与公司绩效——基于内生性视角的分行业实证研究[J]. *南开管理评论*, 2018, (1).
- [19] 约翰·C. 科菲. 反思双重股权结构[J]. *证券法苑*, 2020, (28).
- [20] 张继德,陈昌彧. 双重股权结构相关理论综述与国内推行展望[J]. *会计研究*, 2017, (8).
- [21] 张维迎. 所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. *经济研究*, 1996, (9).
- [22] 张兆国,曹丹婷,张弛. 高管团队稳定性会影响企业技术创新绩效吗——基于薪酬激励和社会关系的调节作用研究[J]. *会计研究*, 2018, (12).
- [23] 朱德胜,周晓珮. 股权制衡、高管持股与企业创新效率[J]. *南开管理评论*, 2016, (3).
- [24] 朱国泓,杜兴强. 控制权的来源与本质:拓展、融合及深化[J]. *会计研究*, 2010, (5).
- [25] 宗文龙,王玉涛,魏紫. 股权激励能留住高管吗? ——基于中国证券市场的经验证据[J]. *会计研究*, 2013, (9).
- [26] Alchian A A, Demsetz H. Production, information costs, and economic organization[J]. *The American Economic Review*, 1972, 62(5): 777-795.
- [27] Amoako-Adu B, Baulkaran V, Smith B F. Executive compensation in firms with concentrated control: The impact of dual class structure and family management[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(5): 1580-1594.
- [28] Ben-Nasr H, Boubaker S, Rouatbi W. Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 35: 265-285.

- [29] Chemmanur T J, Jiao Y W. Dual class IPOs: A theoretical analysis[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(1): 305–319.
- [30] Chen C J, Hsu C Y, Chen Y L. The impact of family control on the top management compensation mix and incentive orientation[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2014, 32: 29–46.
- [31] DeAngelo H, DeAngelo L. Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 33–69.
- [32] Frydman C, Papanikolaou D. In search of ideas: Technological innovation and executive pay inequality[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 130(1): 1–24.
- [33] Hart O, Moore J. Property rights and the nature of the firm[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(6): 1119–1139.
- [34] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [35] Masulis R W, Wang C, Xie F. Agency problems at dual-class companies[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(4): 1697–1727.
- [36] Rajan R G, Zingales L. Power in a theory of the firm[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(2): 387–432.
- [37] Smart S B, Thirumalai R S, Zutter C J. What's in a vote? The short-run and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(1): 94–115.
- [38] Tinaikar S. Executive compensation disclosure and private control benefits: A comparison of U. S. and Canadian dual class firms[J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2017, 29: 32–51.
- [39] Wang H D, Lin C H, Cho C C. The dark and bright sides of agency problems: Evidence from insider compensation of family pyramidal firms[J]. *Asia Pacific Management Review*, 2020, 25(3): 122–133.
- [40] Werner S, Tosi H L. Other people's money: The effects of ownership on compensation strategy and managerial pay[J]. *Academy of Management Journal*, 1995, 38(6): 1672–1691.

Salary Arrangement of Dual Status Executives in Dual Class Share Companies: Incentive or Self-interest?

Du Yuan^{1,2,3}, Xu Qing¹, Jia Fansheng¹

(1. School of Management, Ocean University of China, Shandong Qingdao 266100, China;

2. China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China, Shandong Qingdao 266100, China; 3. China Academy of Mixed Ownership and Capital Management,

Ocean University of China, Shandong Qingdao 266100, China)

Summary: The dual class share structure can help internal shareholders or founding shareholders obtain majority voting rights (control rights) with a small number of capital investment (cash flow rights), and become the controlling shareholders; it can help founders realize equity financing without losing control. The introduction of dual class share structure is an important measure in Chinese capital market reform, but the institutional arrangement of the same share with different rights has caused great controversy in many countries that have implemented it. Because of the demand for practical experience of dual class share companies and the shortage of existing empirical samples, this paper takes American listed companies from 2008 to 2017 as samples to investigate the problems of dual class share companies exposed in the relatively perfect market environment and relatively loose regulatory environment in the United

States. These problems will become the focus of dual class share system reform in China's transitional capital market. The core research issues of this paper are the special salary arrangement, incentive effect, effective or invalid reasons and corresponding security mechanism when high-voting shareholders are also executives in dual class share companies. It is found that compared with the one-share-one-vote company, the executive compensation of dual class share company has the unique phenomenon of high monetary compensation and low stock option. Further research finds that: The high monetary compensation of dual class share companies does not effectively improve corporate performance, but exposes the self-interest of executives; while stock option weakens the agency problem, compensates for the low claim of high-voting shareholders, and promotes corporate performance by stimulating heterogeneous capital investment of high-voting shareholders. The reason is that under different ownership structure and power structure, the role and path of monetary and equity executive compensation on enterprise performance are different. This study explores the new meaning of executive compensation as an alternative mechanism of claim under the dual class share structure and the meaning of the high-voting shareholders having two sides. Therefore, it is suggested that the external shareholders with one-share-one-vote should pay attention to the executive compensation structure of dual class share companies, especially the compensation design of high-voting shareholders; the regulators should require the dual class share companies to strengthen the information disclosure of executive compensation, improve the requirements of corporate governance, and limit the multiple rights of one share.

Key words: high-voting shareholders; executive compensation; dual class share company; monetary compensation; stock options

(责任编辑: 王西民)