

国企高管薪酬契约操纵研究^{*}

——基于业绩评价指标选择的视角

罗 宏,宛玲羽,刘宝华

(西南财经大学 会计学院,四川 成都 611130)

摘 要:具有中国特色的国企高管薪酬契约一直是学术界关注的热点问题。文章基于业绩评价指标选择的视角,分析了我国国企高管薪酬契约操纵的现状和内在规律。研究发现:(1)国企高管通过提高其薪酬与较高业绩指标的相关性来操纵薪酬契约,而且管理层权力越大,操纵行为越明显;(2)地方政府控制和相对薪酬较高的国有企业高管的薪酬契约操纵行为更严重,说明追求货币收益、为其高额薪酬辩护以减少愤怒成本是薪酬契约操纵的主要动机;(3)外部环境不确定性的增加会加剧国企高管薪酬契约操纵行为,而公司内部治理质量和市场化水平的提高则能够抑制这种操纵行为。文章的研究结论为全面认识国企高管薪酬契约、推进国企薪酬改革提供了有益的启示。

关键词:薪酬契约操纵;业绩评价指标;国有企业高管

中图分类号:F275;F244 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)04-0079-12

一、引 言

高管薪酬历来是社会经济领域讨论的热点问题。始于2007年的美国次贷危机对全球经济产生了重大冲击,许多全球著名的大型金融机构相继陷入财务困境,世界经济面临前所未有的恐慌,而多国金融机构的高管仍享有天价薪酬。全世界范围内,公众对管理层薪酬契约的关注史无前例。在此背景下,我国相继出台了一系列国有企业薪酬管制制度,但管制效果并不乐观。有报道称,招商证券董事长宫少林2011年薪酬总计483万元,是职工平均工资的60倍;中国建筑总公司孙庆平2011年领取薪酬910万元,与职工平均工资相差180倍。^①这些与薪酬管制制度相背离的薪酬异象的存在表明高管可能利用自身权力谋取私利。

在中国国有企业中,政府(或国资委)天然处于信息劣势,从而难以观察到管理者的努力程度并实施有效的监督(陈冬华等,2005)。此外,国企产权主体虚位,董事不持有或仅少量持有公司股权,作为企业管理层的监督者同时也是政府(或国资委)的代理人存在自身的监督和激

收稿日期:2013-06-26

基金项目:国家自然科学基金项目(71372206、71302185);西南财经大学“中央高校基本科研业务费专项资金”项目(JBK130508、JBK130403、JBK1307122)

作者简介:罗 宏(1971—),男,四川南部人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师;

宛玲羽(1986—),女,河南漯河人,西南财经大学会计学院博士研究生;

刘宝华(1987—),男,重庆荣昌人,西南财经大学会计学院博士研究生。

^①参见张达:“网易侦查局:中国国企高管薪酬水平远超欧美日本”,《网易财经》,2013年4月10日。

励问题。国企中金字塔层级结构广泛存在,国企高管的决策权力难以有效监督(权小锋等,2010)。国企监督机制的缺失和管理层权力的膨胀使国企高管攫取私有收益成为可能。但国企在名义上属于全民所有,受到媒体和公众的广泛关注,国企高管的过高薪酬面临各方压力,因而须为自身的高额薪酬做“结果正当性”辩护(谢德仁等,2012);否则,社会公众的愤怒不仅有助于高管声誉,甚至可能招致政府对企业的管制。实际上,我国各级国资委已经对其管辖的国企高管薪酬采取了管制措施,制定了国企负责人薪酬必须与业绩考核结果挂钩的薪酬制度。但由于国资委与企业之间存在严重的信息不对称,加之企业董事会履职不力,国企高管薪酬契约本身成为了代理问题的一部分。国企高管薪酬既要符合国资委的薪酬政策,又要减少媒体的关注和公众的愤怒。在此约束下,国企高管如何利用手中权力谋取私利?本文基于薪酬契约业绩指标事后选择的视角,研究了中国国企高管薪酬契约操纵问题。我们基于2004—2011年国有上市公司数据研究发现,国企高管确实存在操纵薪酬契约的行为,他们会将薪酬与较高的业绩指标相关联,而且管理层权力越大,薪酬契约操纵行为越显著;较好的公司治理机制有助于缓解高管对薪酬契约的操纵;在中国的制度背景下,地方政府控制及相对薪酬较高的国企高管薪酬契约操纵行为更明显,说明追求私利、薪酬辩护是高管操纵薪酬契约的主要动机。通过对外部环境的进一步分析发现,外部环境不确定性的增加会加剧薪酬契约操纵行为,而市场化水平的提高则会抑制高管操纵薪酬契约。

本文的主要贡献在于:第一,Morse等(2011)发现,基于追求收益的动机,企业高管会通过事后选择业绩指标来操纵薪酬。鉴于我国国企特殊的薪酬管制背景和国企高管权力的重要影响,高管有可能利用自身权力和信息优势,在薪酬管制框架内通过事后选择业绩指标来操纵薪酬,这为研究基于业绩指标选择的薪酬契约操纵提供了绝佳的自然实验环境。本文在证实国企高管整体上存在利用业绩指标来操纵薪酬契约的基础上,还发现中央政府控制的国企与地方政府控制的国企高管操纵薪酬契约的程度不同,这在很大程度上解释了不同控制层级下薪酬契约设计的规范程度和高管的操纵空间。第二,相对于Morse等(2011)的研究,本文还发现除了追求收益,国企管理也会基于薪酬辩护的动机进行薪酬契约操纵,这在一定程度上推进了薪酬操纵动机的研究。第三,不同于企业高管通过事前盈余管理操纵薪酬(Bergstresser和Philippon,2006;权小锋等,2010),也不同于高管不能控制的外部因素所带来的运气薪酬(Bertrand和Mullainathan,2001;沈艺峰和李培功,2010),本文探讨了国企高管对薪酬契约的事后操纵,丰富了薪酬操纵方式的研究。第四,本文研究了不同治理环境下国企高管的薪酬操纵动机,为全面认识薪酬契约、减小薪酬契约的操纵空间提供了新的启示。本文的研究表明,薪酬契约发挥作用离不开所处的治理环境,进一步完善公司治理、加快市场化进程对于提高薪酬契约的有效性具有重要意义。

二、理论分析与研究假设

在所有权与经营权分离的现代企业中,股东和管理层的目标可能并不一致。为了激励管理层最大化股东利益,需要设计能够协调股东和管理层目标的薪酬契约。由于股东天然处于信息劣势,无法完全观察到管理层的行为,因此将管理层薪酬与企业业绩相关联是信息不对称环境下的最优选择(Jensen和Meckling,1976)。Holmstrom(1979)认为,业绩指标在薪酬函数中的权重是该指标关于管理者行为的信息—噪音比的增函数。在薪酬契约中使用多种业绩指标可以更加准确地揭示高管行为,减少随机事件对单个业绩指标的影响。

在中国国有企业中,政府或国资委天然处于信息劣势,从而难以观察到管理者的努力程度

并实施有效的监督(陈冬华等,2005)。国企高管的选任大多不是市场选择的结果,而更多地来自行政委派。随着以放权让利为特点的国企改革不断推进,国企高管逐步获得了经营、投融资等方面的自主权,高管的权力不断增大(卢锐,2007),掌握了企业的大部分资源(张军和王祺,2004)。在这样的背景下,国有控股公司实际上为管理层所控制(杨青等,2011),薪酬契约可能沦为政府薪酬管制约束下企业高管获取私利的工具。

在薪酬契约制定过程中,国企的薪酬制度逐步引入了市场化因素,具有业绩型薪酬的特点(辛清泉等,2007),薪酬与业绩的敏感性随时间的推移而逐步加强(方军雄,2009)。同时,在收入分配制度改革的背景下,高管面对舆论、政府和投资者的监督,不得不考虑愤怒成本。出于对声誉和职业生涯的考虑,为了避免被贴上不道德的标签,高管倾向于采用隐蔽的手段来掩饰其寻租行为(纳超洪,2009)。在这种情况下,如果薪酬契约在形式上表现出更多的合理性,则更容易被外界所接受。因此,国企高管薪酬与业绩相关联成为政府薪酬管制的硬性约束和出于声誉考虑的软性约束,在此约束下,实际控制国企的高管将如何谋取自身利益呢?

Li等(2013)研究发现,在自愿披露薪酬契约的228个公司一年度观测值中,有160个披露了业绩评价指标且都至少使用了一个财务指标,而67.5%的薪酬契约使用了多个财务指标;关于财务指标的选择标准,81%的指标是根据公司内部情况确定的,并非参照行业标准或者固定标准,国企根据财务指标给予高管更高的激励性薪酬,表明大多数国企的薪酬契约以业绩作为衡量标准且业绩评价指标并不唯一。高管对业绩的实现情况具有明显的信息优势,当预期到某些业绩指标可能表现更好时,他们可能影响董事会在修改薪酬契约时调整业绩指标的权重,增加薪酬与较好业绩指标的敏感性,而降低其与较差业绩指标的敏感性。高管的权力越大,董事会被高管俘获的可能性越大,操纵薪酬契约就越容易。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设1:其他条件不变时,国企高管会利用事后信息来操纵薪酬契约,即增加较好的业绩指标在薪酬函数中的权重,而且这种操纵行为在高管权力较大的国企中更明显。

国企管理层权力的膨胀源于缺乏监督和约束机制。为了改善公司治理机制,政府及相关部门先后出台了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、《上市公司治理准则》等规定,对企业董事会的运作方式、独立董事的职责权限、专业委员会的设立与运行、监事会的职能等都作出了明确的规定与指引。然而,制度的实施情况在不同的国企千差万别,当公司治理结构较完善时,管理层的权力受到有效的限制,其利用事后业绩信息操纵薪酬契约的能力会降低。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设2:其他条件不变时,较好的公司治理机制能够有效抑制国企高管的薪酬契约操纵行为。

在国企的控制层级中,中央政府控制的企业和地方政府控制的企业在政府干预程度、管理层权力等方面存在差异。从权力的角度看,由于上级部门缺乏监督动力,地方政府控制的国企高管寻租能力较强,会利用各种可能对自己有利的薪酬条款。如方军雄(2009)发现,地方政府控制的国企薪酬粘性更大,高管更倾向于将企业业绩下滑归因于不可控的外部因素。从干预程度的角度看,大量研究表明,基于自身的政策性负担和政治晋升目标,与中央政府相比,地方政府对国企的干预更为严重(夏立军和方轶强,2005;黎凯和叶建芳,2007;程仲鸣等,2008;潘红波等,2008),这种干预会使管理层薪酬激励发生扭曲(辛清泉等,2007;薛云奎和白云霞,2008),加大企业的信息不对称程度。Li等(2013)发现,与地方政府控制的国有企业相比,中央政府控制的国有企业更倾向于在管理层薪酬契约中设定固定的业绩评价系数。基于上述分

析,本文提出以下假设:

假设3:其他条件不变时,薪酬契约操纵更易出现在地方政府控制的国有企业中。

在攫取超额货币收益时,规避愤怒成本是国企高管操纵薪酬契约的重要动机。在国企薪酬改革中,将管理层薪酬与业绩相关联为管理层的高额薪酬披上了一件合理的外衣。薪酬辩护假说认为,在薪酬辩护净效用增加的情形下,高管会通过提高薪酬—业绩敏感性为高薪做“结果正当性”辩护(谢德仁等,2012)。对国企高管而言,基于薪酬辩护假说,相对薪酬较高的高管更可能招致社会公众的愤怒、舆论压力更大,其辩护的动机就更强,此时,在薪酬函数中增加较好业绩指标的权重,既能增加高管薪酬,又能为其高薪提供“结果正当性”辩护。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设4:其他条件不变时,薪酬契约操纵更易出现在相对薪酬较高的国有企业中。

三、研究设计

(一)样本选择与模型设计

本文选择了2004—2011年A股国有上市公司作为初始样本,并剔除了金融、保险类企业以及财务和公司治理数据缺失的样本。为了消除极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的Winsorize处理,最终得到4295个观测值。本文财务数据来自CSMAR上市公司研究系列数据库,实际控制人性数据通过手工收集得到。

本文参考Morse等(2011)的模型检验上述假设,基本模型构建如下:

$$\lncomp_{it} = \alpha_i + \gamma_t + \beta_1 zROE_{it} + \beta_2 zOA_{it} + \beta_3 \text{Max}\{zROE_{it}, zOA_{it}\} + \beta_4 zROE_{i,t-1} + \beta_5 zOA_{i,t-1} + X_{it}\beta + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\lncomp_{it} = \alpha_i + \gamma_t + \beta_1 zROE_{it} + \beta_2 zOA_{it} + \beta_3 \text{Max}\{zROE_{it}, zOA_{it}\} + \beta_4 Power_{it} + \beta_5 \text{Max} \times Power_{it} + \beta_6 zROE_{i,t-1} + \beta_7 zOA_{i,t-1} + X_{it}\beta + \epsilon_{it} \quad (2)$$

根据Li等(2013)的研究,在228个薪酬契约样本中,有160个披露了薪酬评价指标,其中超过60%的薪酬契约使用了多个指标作为薪酬评价的基础,排在前三位的分别是利润指标、收入类指标和ROE。鉴于此,本文选择ROE以及与收入和利润相关的营业利润率(OA)作为主要的业绩指标。系数 β_3 反映薪酬契约的操纵程度。

(二)变量说明

1. 高管薪酬($\lncomp$):公司前三位高管现金薪酬总额的自然对数。在稳健性检验中,我们使用薪酬最高的前三位董事、监事、高管货币薪酬总额的自然对数作为替代变量。

2. 财务指标:ROE为权益净利率,OA为营业利润率。 $zROE$ 为对ROE进行分行业分年度标准化后的变量, zOA 为对OA进行分行业分年度标准化后的变量。对ROE和OA进行标准化是为了使这两个变量具有可比性。

3. 管理层权力:借鉴现有文献(Grinstein和Hribar,2004;权小锋等,2010;刘星等,2012),本文选取了以下指标进行主成分分析,得到管理层权力的综合指标:(1)管理层任期;(2)管理层持股比例;(3)CEO是否与董事长两职合一;(4)董事会规模。综合指标数值越大,管理层权力越大。

4. 公司治理质量:根据李维安等(2012)、权小锋等(2010)的研究,以下指标可以衡量公司治理质量:(1)董事会独立性,使用独立董事比例来衡量;(2)监事会规模;(3)设置委员会个数;(4)机构投资者持股比例。本文对这四个指标进行主成分分析,得到公司治理质量的综合指标。

5. 控制变量：以总资产自然对数表示的规模 *Size*、以总负债占总资产比例表示的财务杠杆 *Lev*、以主营业务收入增长率表示的增长潜力 *Growth*、管理层持股比例 *Stock* 和第一大股东持股比例 *FMS*。各变量定义见表 1。

为了减小遗漏变量导致的估计偏误，本文使用公司和年份双固定效应模型对式(1)和式(2)进行估计(Graham 等,2012)。

表 1 变量定义

变量名称	变量含义
<i>Incomp</i>	前三位高管现金薪酬总额的自然对数
<i>ROE</i>	权益净利率
<i>OA</i>	营业利润率=营业利润/营业收入
<i>Max</i>	$Max = Max\{zROE, zOA\}$, 表示 <i>zROE</i> 和 <i>zOA</i> 两者中较大的数值
<i>Power</i>	高管权力的主成分分析综合指标,该指标越大,管理层权力越大
<i>Governance</i>	公司治理质量的主成分分析综合指标,该指标越大,公司治理质量越高
<i>Size</i>	规模,期末总资产的自然对数
<i>Lever</i>	财务杠杆,期末总负债占总资产的比例
<i>FMS</i>	第一大股东持股比例
<i>Growth</i>	增长潜力,主营业务收入增长率
<i>Stock</i>	管理层持股比例
<i>Central</i>	国有企业控制层级,如果国有企业实际控制人为中央政府、国资委以及中央直属国有企业,则 <i>Central</i> 取 1,否则取 0

(三)研究思路

首先,我们使用全样本对式(1)进行回归,以检验国有企业中是否存在高管利用业绩指标选择来操纵薪酬契约的现象。其次,为了检验高管权力的影响,我们构建了式(2)。如果 β_5 显著大于 0,则说明权力增大会加剧国企高管的薪酬操纵行为。此外,我们根据 *Power* 指数是否大于行业中位数将全样本划分为高权力组和低权力组。我们预期在高权力组,高管薪酬契约操纵行为更加显著。再次,我们分析在不同的公司治理质量下管理层权力对薪酬契约操纵的影响。我们将公司治理质量按中位数进行分组,大于中位数归为公司治理质量较高组,小于中位数则归为公司治理质量较低组。我们利用式(2)分别对两组进行回归,预期在公司治理质量较低组,薪酬契约操纵行为更加显著。最后,我们在“国企高管利用业绩指标选择操纵薪酬契约”命题成立的前提下,检验薪酬契约操纵的内在规律。一方面,我们按照国有企业实际控制人层级将国有企业分为中央控制国有企业和地方控制国有企业,分别对式(1)进行回归,以检验国有企业控制层级对高管薪酬契约操纵程度的影响;另一方面,我们分行业按年度确定相对薪酬的中位数,以中位数为依据将样本分为两组并对式(1)进行回归,以检验高管薪酬辩护动机对薪酬契约操纵程度的影响,相对薪酬使用薪酬除以总资产来刻画。

四、实证分析结果

(一)描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以看到,*zROE* 和 *zOA* 的均值不为 0,标准差也不显著为 1,这与 *zROE* 和 *zOA* 是标准化数值的常识相悖。这一现象出现的原因是:本文并不是在全样本中对 *ROE* 和 *OA* 进行一次性标准化,而是分行业分年度标准化。从 *zROE* 和 *zOA* 的最大值和最小值看,极值之间相差近 5 倍标准差,说明企业间业绩变化幅度

非常大。这为高管通过选择业绩指标来操控薪酬契约提供了可行性。

表 2 变量描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>lncomp</i>	4 295	13.617	13.641	0.803	11.408	15.594
<i>zROE</i>	4 295	0.028	0.056	0.641	-1.435	1.269
<i>zOA</i>	4 295	-0.478	0.063	0.572	-1.081	1.324
<i>Power</i>	3 938	0.000	-0.013	0.401	-1.513	2.412
<i>Max</i>	4 295	0.258	0.178	0.621	-1.435	1.324
<i>Governance</i>	3 760	0.000	-0.116	0.461	-0.930	2.177
<i>Size</i>	4 295	21.936	21.740	1.243	19.621	25.928
<i>Lever</i>	4 295	0.522	0.536	0.185	0.077	0.908
<i>Growth</i>	4 295	0.337	0.085	1.193	-0.798	9.189
<i>Stock</i>	4 295	0.001	0.000	0.006	0.000	0.046
<i>FMS</i>	4 295	13.821	4.750	17.415	0.102	63.840

(二)相关性检验

表 3 报告了本文主要变量的 *Pearson* 相关系数。从中可以看到,管理层权力与薪酬呈正相关关系。*lncomp* 与 *zROE*、*zOA* 显著正相关,说明高管薪酬契约在形式上具有有效性。*lncomp*与 *Max* 显著正相关,说明高管薪酬与较好的业绩指标之间具有显著关联性,高管可能使用事后信息操纵薪酬契约、获取不正当收益。可见,如果高管存在通过选择业绩指标来操纵薪酬契约的行为,则这种薪酬操纵方式对政府和公众具有很强的迷惑性,而且当高管需要为自身高薪辩护时也能达到寻租和掩饰寻租的双重目的。

表 3 主要变量 *Pearson* 相关系数

	<i>lncomp</i>	<i>zROE</i>	<i>zOA</i>	<i>Max</i>
<i>lncomp</i>	1			
<i>zROE</i>	0.239***	1		
<i>zOA</i>	0.179***	0.333***	1	
<i>Max</i>	0.250***	0.776***	0.515***	1

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著,下表同。

(三) 回归分析

表 4 报告了整体上国企高管是否存在薪酬契约操纵行为以及权力因素对操纵行为影响的回归结果。从列(1)中可以看到,*lncomp* 与 *Max* 显著正相关,说明高管会利用事后的业绩信息来操纵薪酬契约。列(2)结果显示,*Max* 的系数为正,*Power* 与 *Max* 的交叉项系数也显著为正,说明管理层权力加剧了管理层的败德行为。此外,我们根据 *Power* 指数是否大于行业中位数将全体样本划分为高权力组和低权力组,结果显示,高权力组 *Max* 的系数为 0.097(*t* = 2.90),而低权力组 *Max* 的系数为 0.043(*t* = 1.08),再次说明管理层权力越高,薪酬契约操纵行为越显著。

表 5 报告了公司治理对基于权力的薪酬契约操纵影响的回归结果。从中可以看到,在公司治理质量较低组,*Max* 的系数依旧显著,且 *Max* 与 *Power* 的交叉项系数也非常显著,说明管理层权力的形成在很大程度上依赖于薄弱的公司治理环境;而在公司治理质量较高组,*Max* 的系数不显著,且 *Max* 与 *Power* 的交叉项系数也不再显著,说明提高公司治理质量可以抑制高管的机会主义行为。

表 4 国企高管薪酬契约操纵及管理层权力的影响

	(1)		(2)	
	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值
<i>Max</i>	0.055**	2.40	0.054**	2.27
<i>zROE_t</i>	0.034***	2.74	0.038***	3.01
<i>zOA_t</i>	0.041**	2.05	0.041*	1.95
<i>zROE_{t-1}</i>	0.044***	4.19	0.041***	3.83
<i>zOA_{t-1}</i>	-0.005	-0.47	-0.009	-0.74
<i>Max</i> × <i>Power</i>			0.080**	2.00
<i>Power</i>			0.023	1.02
<i>Size</i>	0.166***	7.15	0.176***	7.24
<i>Lever</i>	-0.176**	-1.98	-0.154*	-1.66
<i>Growth</i>	-0.007	-1.03	-0.009	-1.32
<i>FMS</i>	-0.0002	-0.46	-0.0002	-0.41
<i>Stock</i>	1.276	0.27	1.218	0.26
<i>Constant</i>	10.42***	20.47	9.580***	18.35
时间固定效应	控制		控制	
<i>Adj. R²</i>	0.439		0.442	
<i>N</i>	3 165		2 990	

注：为了减小遗漏变量导致的估计偏误，本文采用了公司和年份双固定效应模型，下表同。

表 5 公司治理质量对国企高管薪酬契约操纵的影响

	(1)公司治理质量较高组		(2)公司治理质量较低组	
	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值
<i>zROE_t</i>	0.063***	2.95	0.026	1.44
<i>zOA_t</i>	0.077**	2.41	0.008	0.27
<i>zROE_{t-1}</i>	0.030*	0.71	0.064***	3.89
<i>zOA_{t-1}</i>	0.031*	1.73	-0.052	-1.18
<i>Max</i>	-0.008	-0.17	0.082*	1.94
<i>Max</i> × <i>Power</i>	-0.052	-0.69	0.130**	2.35
<i>Power</i>	0.021	0.46	0.018	0.57
<i>Size</i>	0.178***	4.27	0.167***	4.47
<i>Lever</i>	-0.101	-0.66	-0.269*	-1.81
<i>Growth</i>	-0.021**	-2.01	0.007	0.72
<i>Stock</i>	-1.297	-0.10	-0.061	-0.01
<i>FMS</i>	-0.001	-1.15	0.001	0.80
<i>Constant</i>	9.822***	11.11	10.452***	12.71
时间固定效应	控制		控制	
<i>Adj. R²</i>	0.433		0.450	
<i>N</i>	1 405		1 582	

表 6 报告了国有企业控制层级对事后薪酬契约操纵影响的回归结果。其中，列(1)中中央控制国有企业的回归结果显示，高管薪酬与 *Max* 不相关，说明中央控制的国有企业并不存在高管使用事后的业绩信息来操纵薪酬契约的现象。列(2)中地方控制国有企业的回归结果显示，*Max* 的系数显著为正，说明地方控制的国有企业存在高管薪酬契约操纵现象。

表 6 中列(3)和列(4)检验的是高管薪酬辩护动机对高管薪酬契约操纵行为的影响。我们

参照谢德仁等(2012)的研究将高管薪酬占总资产的比例(下文简称相对薪酬)进行排序,分行业按年度确定相对薪酬的中位数,然后将高管相对薪酬与中位数进行对比,如果相对薪酬大于中位数,则 *High_Comp* 取 1,否则取 0。高管相对薪酬越高,其薪酬辩护动机越强,我们预期薪酬契约操纵行为越严重。列(3)结果显示,当高管相对薪酬较高、薪酬辩护动机较强时, *lncomp* 与 *Max* 显著正相关;列(4)结果显示,当高管相对薪酬较低、薪酬辩护动机较弱时, *lncomp* 与 *Max* 也正相关,但不再显著。这说明高管通过选择业绩指标来操纵薪酬契约的现象只出现在高管相对薪酬较高、薪酬辩护动机较强时。

表 6 不同控制层级与相对薪酬下的国企高管薪酬契约操纵

	(1) <i>Central</i> = 1	(2) <i>Central</i> = 0	(3) <i>High_Comp</i> = 1	(4) <i>High_Comp</i> = 0
<i>Max</i>	0.034 (0.82)	0.063 ** (2.26)	0.101 *** (3.65)	0.017 (0.62)
<i>zROE_t</i>	0.026 (1.13)	0.035 ** (2.32)	0.007 (0.47)	0.032 ** (2.22)
<i>zOA_t</i>	0.010 *** (2.79)	0.020 (0.81)	0.032 (1.47)	0.023 (0.90)
<i>zROE_{t-1}</i>	0.008 (0.40)	0.054 *** (4.22)	0.029 * ** (2.56)	0.028 ** (2.19)
<i>zOA_{t-1}</i>	0.005 (0.29)	-0.007 (-0.49)	-0.055 *** (-2.76)	-0.003 (-0.22)
<i>Size</i>	0.206 *** (4.91)	0.161 *** (5.55)	0.106 *** (3.85)	0.117 *** (3.92)
<i>Lever</i>	-0.324 ** (-2.11)	-0.160 (-1.44)	-0.333 *** (-3.51)	0.120 (1.05)
<i>Growth</i>	0.0190 (1.37)	-0.008 (-1.09)	0.002 (0.26)	-0.008 (-1.06)
<i>FMS</i>	-0.0003 (-0.42)	-0.0005 (-0.72)	0.000 (0.07)	-0.000 (-0.02)
<i>Stock</i>	1.327 (0.14)	1.642 (0.31)	2.477 (0.53)	9.246 (1.12)
<i>Constant</i>	9.700 *** (10.54)	9.820 *** (15.95)	11.58 *** (19.50)	10.95 *** (17.14)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Adj. R²</i>	0.494	0.432	0.567	0.513
<i>N</i>	1 001	2 164	1 555	1 610

(四)进一步分析:外部环境的影响

在权变理论的视角下,行为和信息受到内外部环境的影响,企业的发展对其所处的环境存在一定的依赖性。而环境并非一成不变,当外部环境不确定性增大时,资本市场的信息不对称性和信息分散性更加严重。在这种情况下,外部股东识别高管行为的成本更高,监督高管行为的难度更大。同时,外部环境不确定性会导致企业业绩产生较大波动,高管调整薪酬函数中业绩权重的收益将变大。因此,外部不确定性增大将增加高管操纵薪酬契约的收益,减少操纵薪酬契约的成本。

由于政府干预、预算软约束、多任务目标等问题,国有企业的治理效率较低。随着市场化

改革的推进,国有企业开始从多任务目标向单任务目标过渡,面临的预算约束也开始变硬。在这样的环境下,管理者的才能和努力对企业业绩的边际作用增加(辛清泉等,2009),即薪酬的契约成本受到市场化水平的影响(陈冬华等,2010)。市场化水平并非决定于某一项规章制度或者单一的经济指标,而是取决于对经济、社会、法律、政治体制等多方面的综合考量(樊纲等,2003)。在市场化水平不高的地区,政府干预较强,国有资产管理部門与经理人之间的信息不对称问题较严重;而当市场化水平提高时,政府对企业的干预会减少,从而股东更容易辨识经理人的努力程度,经理人的败德行为也可能减少(Ades 和 Di Tella,1999)。因此,我们认为市场化水平的提高能够抑制高管的薪酬契约操纵行为。

本文参照 Rose 和 Shephard(1997)及牛建波和赵静(2012)的研究,使用主营业务赫芬达尔指数 HHI 来刻画外部环境不确定性, HHI 越大,行业集中度越高,外部环境不确定性越低,同时采用樊纲等人编制的市场化指数来衡量市场化水平。回归结果见表 7。

表 7 外部环境对国企高管薪酬契约操纵的影响

	(1)		(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
$zROE_t$	0.045***	3.42	0.048***	3.53
zOA_t	0.041**	2.01	0.042**	2.07
$zROE_{t-1}$	0.044***	4.20	0.040***	3.86
zOA_{t-1}	-0.006	-0.55	0.018	1.29
Max	0.068***	2.88	0.103***	3.49
$Max \times HHI$	-0.223***	-2.71		
$Max \times M_index$			-0.008***	-2.81
HHI	-0.104	-0.69		
M_index			0.001	0.56
$Size$	0.167***	7.14	0.167***	7.21
$Lever$	-0.191**	-2.15	-0.175**	-1.97
$Growth$	-0.007	-1.00	-0.006	-0.96
FMS	-0.0002	-0.43	-0.0002	-0.43
$Stock$	1.095	0.24	1.262	0.27
$Constant$	10.43***	20.33	10.40***	20.46
时间固定效应	控制		控制	
$Adj. R^2$	0.448		0.448	
N	3 165		3 165	

表 7 中列(1)结果显示,高管薪酬与 Max 显著正相关,说明存在高管操纵薪酬契约的行为,而且高管薪酬与 Max 和 HHI 的交叉项显著负相关,说明外部环境不确定性会增强高管利用事后的业绩信息来操纵薪酬契约的动机。列(2)中高管薪酬与 Max 显著正相关,同样说明存在薪酬契约操纵现象,而且高管薪酬与 Max 和 M_index 的交叉项显著负相关,说明市场化水平的提高能够在一定程度上抑制高管的薪酬契约操纵行为。

(五)稳健性检验

为了保证上述结论的可靠性,本文进行了以下稳健性检验:第一,将营业利润率替换为成本利润率,重新对式(1)进行了回归,结果与上文使用营业利润率的回归结果不存在本质差别。第二,使用薪酬最高的前三位董事、监事、高管货币薪酬总额的自然对数作为高管薪酬的替代变量,重新对式(1)进行了回归,结果也与上文结果相近。

五、结 论

高管薪酬问题一直是学者关注、媒体追逐、民众关心的话题,尤其是在收入分配改革的背景下,总能引发层出不穷的争论,这些争论将高管薪酬问题推向了舆论的风口浪尖。而薪酬业绩敏感性的增强无疑为高管的高额薪酬披上了一件合理的外衣。在以业绩制定薪酬的约束下,鲜有研究关注高管能否操纵以及如何操纵薪酬契约进而获取权力租金。本文以2004—2011年国有上市公司为样本研究发现:(1)在中国的制度背景下,高管确实存在操纵薪酬契约的行为,他们会将薪酬与较高的业绩指标相关联,而且管理层权力越大,薪酬契约操纵行为越显著。另外,当公司治理质量较高时,高管薪酬契约操纵行为会受到抑制。(2)地方政府控制的国有企业及相对薪酬较高的国有企业高管的薪酬契约操纵行为更明显,说明追求私利、为薪酬辩护是薪酬契约操纵的主要动机。(3)外部环境不确定性增强会加剧高管薪酬契约操纵行为,而市场化水平的提高则会抑制高管操纵薪酬契约。

本文研究的启示是:(1)仅仅基于业绩的薪酬契约可能会在权力的影响下助长高管的机会主义行为,国有企业在制定高管薪酬政策时应适当加入非财务指标。(2)公司治理质量的提升对于抑制管理层的败德行为具有重要作用,因此,国有企业应完善公司治理结构,提高公司治理质量。(3)事后的薪酬契约操纵行为与我国现行的薪酬披露政策密不可分,可以通过完善事前的薪酬披露等措施来进一步抑制高管的薪酬契约操纵行为。(4)提高市场化水平在推进国有企业的薪酬改革中也可以发挥一定的作用。

* 本文为已结项国家社科基金项目(10XJL0012)的后续研究,感谢西南财经大学金智博士、彭俊伟博士、唐雪松教授、谭洪涛教授、步丹璐副教授等的帮助,同时感谢财政部“全国会计领军(后备)人才(学术类)培养项目”的支持,当然文责自负。

参考文献:

- [1]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92—101.
- [2]陈冬华,范从来,沈永建,等.职工激励、工资刚性与企业绩效——基于国有非上市公司的经验证据[J].经济研究,2010,(7):116—129.
- [3]程仲鸣,夏新平,余明桂.政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J].管理世界,2008,(8):37—47.
- [4]樊纲,王小鲁,张立文,等.中国各地区市场化相对进程报告[J].经济研究,2003,(3):9—18.
- [5]方军雄.我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J].经济研究,2009,(3):110—124.
- [6]黎凯,叶建芳.财政分权下政府干预对债务融资的影响——基于转轨经济制度背景的实证分析[J].管理世界,2007,(8):23—34.
- [7]李维安,刘绪光,陈靖涵.经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论实证分析[J].南开管理评论,2010,(2):4—15.
- [8]刘星,代彬,郝颖.高管权力与公司治理效率——基于国有上市公司高管变更的视角[J].管理工程学报,2012,(1):1—12.
- [9]卢锐.管理层权力、薪酬差距与绩效[J].南方经济,2007,(7):60—70.
- [10]纳超洪.管理层权力、自由裁量性投资与高管薪酬[D].广州:暨南大学博士学位论文,2009.
- [11]牛建波,赵静.信息成本、环境不确定性与独立董事溢价[J].南开管理评论,2012,(2):70—80.
- [12]潘红波,夏新平,余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J].经济研究,2008,(4):41—52.
- [13]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.
- [14]沈艺峰,李培功.政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究[J].中国工业经济,2010,(11):130—139.

- [15]夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值[J].经济研究,2005,(5):40—51.
- [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与检验[J].管理世界,2012,(1):121—140.
- [17]辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资[J].经济研究,2007,(8):110—122.
- [18]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.
- [19]薛云奎,白云霞.国有所有权、冗余雇员与公司业绩[J].管理世界,2009,(10):96—105.
- [20]杨青,薛宇宁.我国董事会职能探寻:战略咨询还是薪酬监控[J].金融研究,2011,(3):165—183.
- [21]张军,王祺.权威、企业绩效与国有企业改革[J].中国社会科学,2004,(5):106—116.
- [22]Ades A, Di Tella R. Rents, competition and corruption[J]. American Economic Review, 1999, 89(4): 982—993.
- [23]Bergstresser D, Philippon T. CEO incentives and earnings management[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(3):511—529.
- [24]Bertrand M, Mullainathan S. Are CEOs rewarded for luck? The one without principals are[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(3):901—932.
- [25]Grinstein Y, Hribar P L. CEO compensation and incentives:Evidence from M&A bonuses[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(1):119—143.
- [26]Holmstrom B. Moral hazard and observability[J]. Bell Journal of Economics, 1979, 10(1):74—91.
- [27]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305—360.
- [28]Graham J R, Li S, Qiu J. Managerial attributes and executive compensation[J]. Review of Financial Studies, 25(1):144—186.
- [29]Li Y, Lou F, Wang J, et al. A survey of executive compensation contracts in China's listed companies [J]. China Journal of Accounting Research, 2013, 6(3):211—231.
- [30]Morse A, Nanda V, Seru A. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs? [J]. Journal of Finance, 2011, 66(5):1779—1821.
- [31]Rose N L, Shepard A. Firm diversification and CEO compensation:Managerial ability or executive entrenchment? [J]. Rand Journal of Economics, 1997, 28(3):489—514.

On Compensation Contract Manipulation of SOE Chief Executives: From the Perspective of the Choice of Performance Evaluation Indexes

LUO Hong, WAN Ling-yu, LIU Bao-hua

(School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Abstract: Compensation contract of SOE chief executives with Chinese characteristics is always a hot issue that attracts concern from the academia. From the perspective of the choice of performance evaluation indexes, this paper analyzes the status and inherent rules of compensation contract manipulation of SOE chief executives. It comes to the following conclusions: firstly, SOE chief executives manipulate compensation contracts through the

(下转第 116 页)

On Star-making Strategy of Mutual Fund Families: From the Perspective of Differentiated Performance of Co-holding Stocks

QU Yuan-yu, WU Wei-xing

(School of Banking and Finance, University of International
Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: This paper mainly investigates the differentiated performance of the co-holding stocks within the star fund family in China and related reasons. It designs a scoring method concerning the performance of co-holding stocks, and finds that the performance of the co-holding stocks within the star fund family varies widely, which is not totally due to the difference in fund manager ability and may result from “carrying a sedan” strategy of the fund family. Further analysis shows that the “carrying a sedan” strategy of fund management companies varies with market quotation and “carrying a sedan” behavior is more significant in bear market; in addition, fund families with poor performance and management ability are more inclined to employ “carrying a sedan” strategy.

Key words: star fund; family co-holding; fund family; “carrying a sedan” strategy

(责任编辑 康健)

(上接第 89 页)

increase in the correlation between compensation and higher performance indexes, and more management power leads to more significant manipulation behavior; secondly, compensation contract manipulation is more serious in SOEs that are controlled by local governments or have higher relative compensation, showing that the pursuit of monetary benefits and the defense of high salaries to reduce anger costs are the main motives for compensation contract manipulation; thirdly, the rise in the uncertainty of external environment intensifies compensation contract manipulation of SOE chief executives, but the improvement of internal corporate governance and marketization level can restrain the manipulation behavior. It provides meaningful enlightenment for comprehensive understanding of compensation contracts of SOE chief executives and the advancement of SOE compensation reform.

Key words: compensation contract manipulation; performance evaluation index; SOE chief executive

(责任编辑 康健)