

政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效^{*}

□唐 松 孙 铮

摘要 :本文紧密结合中国的制度背景,考察不同产权性质的企业中政治关联对高管薪酬的影响,以及这种影响对公司未来经营绩效的作用。以2001~2011年间的非金融A股上市公司为样本,本文研究发现,在控制其他影响高管薪酬的经济因素和公司治理因素后,不管是在国有企业还是在非国有企业中,政治关联公司的高管都获得了显著较高的薪酬。但是,在国有企业中,由政治关联导致的高管超额薪酬与公司未来的经营绩效显著负相关;而在非国有企业中,由政治关联导致的超额薪酬则与公司未来的经营业绩显著正相关。这些结果表明,政治关联的国有企业高管获取了过度薪酬,是一种有损企业未来绩效的机会主义行为;而政治关联的非国有企业高管所获得的较高薪酬则是对其较强的寻租能力的一种补偿和激励。此外,本文进一步的检验还发现,在中央政府控制的国有企业中,以及在政府干预较强的地区,政治关联的国有企业高管的过度薪酬问题更加严重。

关键词 :高管薪酬 政治关联 经营绩效 公司治理

一、引言

近年来,国有企业高管的薪酬问题频频引发社会热议。如2008年华发股份董事局主席的薪酬为723.74万元,而2010年华远地产董事长的薪酬也高达758.17万元。这些国有企业高管过高的薪酬水平,都曾引发了社会各界巨大的争议。然而,陆正飞等(2012)的研究发现,总体平均而言,国有企业高管的薪酬水平与非国有企业并没有显著的差异。可见,部分国有企业高管的年薪过高,应该是一个结构性的问题。那么,除了行业垄断等较为显而易见的因素之外,还有什么重要的因素导致部分国有企业高管的年薪过高呢?对这一问题进行深入研究,将对解决部分国有企业高管薪酬过高的问题,完善国有企业的薪酬激励机制具有重要的意义。

研究中国国有企业的问题,必须根植于我国独特的制度背景。在中国转型经济的制度环境下,企业与政府之间普遍有着紧密的联系。这一联系,我们通常将其称之为政治关联。一般而言,企业的政治关联是通过具有政治背景的高管发挥作用的。在国有企业中,有政治关联的高管既可以使企业比较容易地获得政府的帮助,同时也更可能使企业受到更多的政府干预,承担更多的政策性负担(Fan et al., 2007)。在较多的政府干预下,有政治关联的国有企业的公司治理是较差的(Fan et al., 2007)。那么,在薄弱的公司治理机制之下,这些政治关联的国有企业是否会向其高管支付过高的薪酬呢?如果是的话,过高的薪酬又会对企业未来的经营绩效造成什么样的影响呢?

大量的研究发现,除了国有企业,非国有企业中也普遍存在着政治关联。但不同于国有企业,非国有企业利润最大化的目标决定了其聘任有政治背景的高管的目的在于从政府

^{*}本文是国家自然科学基金项目(批准号:71372042、71172141和71372041)的阶段性研究成果,同时得到教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(批准号:12JJD790033)以及上海财经大学211工程四期重点学科建设项目的资助。文责自负。

获取收益和好处。既然有政治背景的高管能帮助企业在向政府寻租的过程中获得超额收益的话,作为回报,他们是否会相应地获得较高的薪酬呢?如果是的话,政治关联的非国有企业的高管薪酬又会对企业的未来经营业绩产生什么样的影响呢?

以2001~2011年间的上市公司为样本,本文实证研究了不同所有制性质的公司中,高管政治关联对其薪酬水平的影响,以及这种影响对公司未来绩效的作用。研究结果发现,不管是在国有企业中,还是在非国有企业中,政治关联公司的高管都获得了显著较高的薪酬。但是,在国有企业中,因政治关联导致的超额薪酬与公司未来的绩效显著负相关;而在非国有企业中则恰恰相反,即因政治关联而导致的超额薪酬与公司未来的业绩显著正相关。这些结果表明,政治关联的国有企业的高管获取了过度薪酬,而政治关联的非国有企业的高管所获得的较高薪酬是对其较强寻租能力的一种补偿和激励。此外,进一步的检验还发现,在中央政府控制的国有企业中,以及在政府干预较强的地区,政治关联的国有企业高管的过度薪酬问题更严重。

本文对现有文献的贡献主要有以下几个方面。

首先,在陆正飞等(2012)比较国有企业和非国有企业高管薪酬差异的基础上,本文进一步分别考察了不同所有制类型的公司中,政治关联对高管薪酬的影响,从而实证发现了政治关联是导致部分国有企业薪酬过度的重要因素。这有助于我们更好地认识和解决部分国有企业薪酬过高的问题。

其次,尽管刘慧龙等(2010)的研究表明,国有企业中,政治关联降低了高管薪酬与公司业绩之间的敏感性,但我们并不清楚,政治关联企业的高管究竟是薪酬激励不足抑或是薪酬激励过度。本文的研究表明,政治关联的国有企业的高管取得了过度的薪酬,而政治关联的非国有公司的高管所获得的较高报酬是对其较强的寻租能力的回报。这进一步加深了我们对中国上市公司高管薪酬激励机制的理解。

最后,以往关于政治关联的研究,往往只单独就民营企业或国有企业进行考察,很少同时对比不同所有制企业中,政治关联对同一问题的影响。正

如刘慧龙等(2010)和Chen等(2011)指出的那样,不同所有制性质的企业中,政治关联的形成方式和作用机制是不相同的,不区分企业的所有制类型去考察政治关联的作用,很有可能得出相互矛盾甚至错误的结论。因此,本文同时分别考察了国有与非国有企业中政治关联对高管薪酬的影响。并且,本文发现尽管政治关联都与过高的高管薪酬相联系,但在不同性质的企业中,政治关联所导致的较高薪酬的原因和后果却不尽相同。这将进一步丰富我们对中国企业政治关联在不同产权性质的企业中不同作用机制的认识。

本文以下内容的安排为:第二部分介绍中国相关的制度背景,并进行理论分析和提出本文的研究问题;第三部分介绍实证检验模型、研究样本和数据来源;第四部分实证检验和分析政治关联对高管薪酬水平的影响;第五部分分析由政治关联引致的超额薪酬与企业未来经营绩效的关系,以区分不同所有制企业中,政治关联对高管薪酬影响机制的差异。第六部分进一步分析不同政府控制层级与不同地区制度环境对政治关联高管过度薪酬的影响,并对本文的主要结果进行稳健性检验。第七部分是本文的研究结论和启示。

二、制度背景、理论分析与研究问题

尽管我国的市场化改革不断前行,但在转型经济的制度背景下,政府在经济活动中仍然扮演着重要的角色,对经济资源的配置还有着很大的影响。因此,企业与政府之间往往保持着紧密的联系。在学术界,我们通常将其称之为企业的政治关联。许多的研究发现,我国企业的政治关联比较普遍,并且政治关联对企业的行为或价值有着重要的影响(Fan et al., 2007; 吴文锋等, 2008; 余明桂、潘洪波, 2008; 吴文峰等, 2009; 罗党论、唐清泉, 2009; 余明桂等, 2010)。然而,随着研究的深入,近年来学者们研究发现,在不同产权性质的企业中,企业政治关联的形成方式和作用机制是不相同的。例如,刘慧龙等(2010)的研究发现,在国有企业和非国有企业中,政治关联对高管薪酬激励、业绩敏感性以及员工冗余度的影响是不一样的。Chen等(2011)的研究表明,国有企业的政治关联会降低其投资效

率,而民营企业的政治关联则对投资效率没有显著影响。正如刘慧龙等(2010)指出的那样,不区分公司的产权性质去考察政治关联作用发挥的差异,很有可能得到相互矛盾的错误结论。因此,与上述研究一致,本文将结合中国特殊的制度背景,分析不同产权性质企业中,政治关联对高管薪酬水平的影响及其经济后果。

国有企业的最终控制人是政府。然而,政府除了作为国有企业的大股东,还是社会事务的管理者。从社会事务管理者的角度出发,以及政府官员政治升迁的激励,使得政府有动机将大量的社会政治目标内化到国有企业中去,让国有企业为地区经济发展、解决就业以及保持社会稳定等目标而服务。这些政府干预显然与企业利润最大化的目标相冲突,从而导致国有企业经济效率的降低。正因为如此,随着国企改革的深入,国有企业的治理机制也在逐步完善,政府对国有企业的干预行为受到一定的限制,政府直接干预企业的成本逐步提高(Fan et al., 2012)。但是,在目前中国转型经济的制度背景下,还很难完全杜绝政府对国有企业的干预。并且,由于政府仍然掌握着国有企业高管的人事任免权,通过高管任命等人事安排,政府仍然可以保障其对国有企业的有效控制和实质干预。从政府的角度而言,任命现任或前任的政府官员担任企业的高管,或者赋予公司高管一个政治身份,表明政府有较强的动机进行政治干预,希望通过政治关联的高管来加强其对公司的控制,实现其政治目标(王庆文、吴世农, 2008)。因此,尽管不能排除国有企业也可以通过政治关联的高管向政府寻租,但在国有企业中,政府通过政治关联的高管进行干预的可能性更高。事实上, Fan等(2007)指出,在中国国有上市公司中,高管是否有政治关联,是反映政府干预程度的一个很好的代理变量。并且,他们的研究发现,由于受到较多的政府干预,有政治关联的国有上市公司在IPO之后3年内的市场绩效和会计业绩都显著差于没有政治关联的公司。

既然对于国有企业来说,政府的干预可以通过政治关联的高管来实现或得以加强。那么,对于这部分有政治关联的高管,他们的薪酬合约安排是否会与其他企业不一样呢?根据一般的经济理论,高管薪酬激励的目的在于促使其与股东的目标相一

致。因此,为了实现股东财富最大化的目标,薪酬激励的核心在于将高管的薪酬与企业的业绩相联系。然而,政治关联的国有企业由于受到更多的政府干预,承担了诸如保证就业、维持社会稳定等政策性负担和社会目标,其公司业绩指标就很难反映企业高管的努力程度和对企业的贡献。因此,盈余信息在高管业绩评价中的作用就会被削弱,从而导致政治关联国有企业高管薪酬与业绩的敏感性降低(刘慧龙等, 2010)。这种较低的薪酬-业绩敏感性,将给高管带来机会主义行为的空间。一方面,既然在政治关联的国有企业中,高管薪酬与企业绩效的关系模糊不清,即薪酬多寡与经营绩效关联度不大,于是这些高管就可以有机会为其支付超过按照企业业绩应得部分的薪酬。尤其是当企业经营业绩较差的时候,这些政治关联的高管也可以利用受到更多政府干预为借口而推卸责任,从而仍然获取较高的薪酬。同时,由于企业业绩难以度量高管的努力程度及其对企业的贡献,并且其承担的政策性负担与其薪酬之间的数量关系则缺乏明确的标准,这也使政治关联的高管获取较高的薪酬成为可能。另一方面, Fan等(2007)的研究发现,有政治关联的国有企业的公司治理机制是较差的,这体现在其董事会成员的专业背景较弱,如董事会成员大部分来自政府、董事缺乏相关专业的背景并且年龄较大等。薄弱的公司治理机制将使得这些企业内部人控制的现象更为严重,高管的决策很难得到有效的监督和制约。在这种情况下,政治关联的高管更有可能为自己支付较高的薪酬。

然而,在现实中也存在着一些制约政治关联的国有企业高管获取较高薪酬的因素。例如,陈冬华等(2005)认为,我国国有企业存在对高管薪酬的隐性管制。在近年来部分国有企业高管“天价”年薪的背景下,人力资源与社会保障部等6部门于2009年9月联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,明确规定央企高管年薪不得超出职工平均工资的20倍。对于有政治关联的国企高管来说,由于存在隐性的政治升迁激励,当他们获取较高的货币薪酬可能招致外界的关注和批评,从而影响升迁的情况下,可能会在一定程度上放弃当前的部分经济报酬,以免薪酬过高带来较高的政治成本。

综合以上分析,在国有企业中,政治关联企业的高管究竟是否获得了更高的报酬,事前并没有明确的预期,这更多地是一个实证性的问题。下文将对此进行实证检验和分析。

与国有企业不同,非国有企业的高管不是由政府任命的,而是由企业自主聘任的。非国有企业利润最大化的目标,决定了其聘任高管是为了给企业创造价值。只有当政治关联的高管能够给企业带来经济收益的情况下,非国有企业才会聘任政治关联的高管,即建立和维持企业的政治关联。如前所述,在中国转型经济的制度背景下,政府掌握着大量的经济资源,在经济资源的配置中起着重要的作用。因此,与政府建立良好的关系,可以帮助企业获得经济资源,从而使得非国有企业能够在市场上与国有企业进行竞争并生存下去。同时,在我国法制保护不完善的情况下,政府可以利用各种行政手段制订管制措施,对企业的经营实施干预。尤其是在一些法治水平较低的地区,非国有企业生产经营和产权保护面临较大的不确定性。在这样的环境下,民营企业为了生存和发展,也需要和政府建立良好的关系,以获取政府的保护,降低未来的不确定性。而企业与政府建立良好关系的重要渠道就是聘任退位的政府官员作为其高管,或者高管自身寻求政治身份,如成为人大代表或政协委员。高管的政治身份既可以通过参政议政影响政府决策,也可以有更多机会与政府官员形成良好关系,便于向政府寻租而获得各种经济资源。事实上,许多文献表明,有政治关联的民营企业能够获得诸多方面的收益,如税收优惠(吴文锋等,2009),融资优惠(Johnson and Mitton, 2003; Khwaja and Mian, 2005; Dinc, 2005; Claessens et al., 2008; Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Fan et al., 2008; 余明桂、潘洪波, 2008),政府补贴(Faccio et al., 2006; 余明桂等, 2010)以及较低的行业壁垒(罗党论、刘晓龙, 2009; 张敏和黄继承, 2009)等。最终,政治关联能提高民营企业的业绩和价值(Fisman, 2001; Johnson and Mitton, 2003; Faccio, 2006; 吴文锋等, 2008; 罗党论、唐清泉, 2009)。既然政治关联的高管能给企业带来以上这些巨大的收益,那么追求价值最大化的民营企业自然有很强的动机聘任这些有政治身份的高

管。在市场竞争的机制下,政治关联高管的这种较高的获取政府资源或政策的寻租能力,会被市场所定价,即他们将得到一个较高的薪酬。因此,本文预期,在非国有企业中,政治关联企业的高管薪酬显著高于没有政治关联的企业。

三、检验模型、研究样本与数据

(一)模型设定和变量定义

为了检验政治关联的高管是否获取了较高的薪酬水平,本文参照Core等(1999),Hwang和Kim(2009),方军雄(2009)以及刘慧龙等(2010)的研究,采用以下研究模型:

$$\begin{aligned} \ln pay = & \alpha_0 + \alpha_1 \times PC + \alpha_2 \times Size + \alpha_3 \times ROA \\ & + \alpha_4 \times Return + \alpha_5 \times Volatility + \alpha_6 \times MTB \\ & + \alpha_7 \times Leverage + \alpha_8 \times LSHR + \alpha_9 \times Dual \\ & + \alpha_{10} \times IDR + \alpha_{11} \times Bsize + \sum \beta_i \times Year \\ & + \sum \lambda_i \times Industry + \sum \omega_i \times Province + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中,因变量 $\ln pay$ 表示高管的薪酬。高管的薪酬主要包括货币薪酬和股权激励两部分,但由于我国实行股权激励计划较晚,高管持股比例低、零持股的现象较为普遍,并且根据公开数据很难区分高管持有的股票是来自于公司的奖励或是自购(方军雄, 2009),因此,本文借鉴辛清泉等(2007)、王克敏、王志超(2007)、方军雄(2009)以及黎文靖等(2012)的做法,以上市公司薪酬最高的前3名高管的薪酬总额的平均数衡量高管薪酬,并取其自然对数作为模型的因变量。在稳健性检验中,本文还选取总经理的薪酬以及薪酬最高的前3名董事的薪酬总额平均数作为替代性指标进行了测试。

PC 是表示政治关联的虚拟变量,如果公司的高管具有政治关联,则 PC 取1,否则为0。与国内大多数研究政治关联的文献一致(陈钊等, 2008; 余明桂、潘洪波, 2008; 雷光勇等, 2009; 刘慧龙等, 2010),如果公司的董事长或总经理目前或曾经在政府、军队任职,或是人大代表或政协委员,本文认为该公司具有政治关联。 PC 是模型的测试变量,其系数是本文所关心的。

根据前述文献(Core et al., 1999; Hwang and Kim, 2009; 方军雄, 2009; 刘慧龙等, 2010),影响高管薪酬的其他变量大致上分为经济因素和公司治理因素两大类,我们在模型中加入了这些控制变

量。以下具体说明。

1. 经济因素

Size: 公司的规模, 以公司营业收入的自然对数表示。根据上述文献, 规模越大的公司, 其经营越复杂, 公司的高管薪酬相应也越高, 因此我们预期其系数为正。

ROA: 公司的经营绩效, 等于当年的净利润除以平均总资产。根据薪酬合约理论, 为了激励高管努力工作, 公司通常将高管的薪酬与经营业绩相联系。若公司的经营绩效越好, 则高管的薪酬也越高。因此, 我们预测 *ROA* 的系数为正。

Return: 公司股票的年度超额报酬率, 等于公司股票年度报酬率减去同期流通市值加权的市场年平均收益率。*Return* 衡量了公司的市场业绩, 如果股票市场具有充分的有效性, 能准确地反映公司未来的经营绩效, 则根据薪酬合约理论以及 Core 等 (1999), Hwang 和 Kim (2009) 的研究, 高管的薪酬应该与之正相关。

Volatility: 公司股票收益率的波动性, 用公司股票当年月度收益率的方差表示。该变量衡量了公司的经营风险。理论模型表明 (Banker and Datar, 1989), 公司的风险既可能增加也可能降低高管薪酬的风险 (从而高管的薪酬水平)。实证研究也发现了不一致的结果, 如 Core 等 (1999) 的研究发现, 公司的风险与高管薪酬之间没有显著关系, 而 Cyert 等 (1997) 则发现股票收益率波动性高的公司, 高管薪酬较高。因此, 我们不对该变量的符号进行预测。

MTB: 衡量公司的成长性, 等于公司股票的年末总市值与权益账面价值的比值。类似地, 根据薪酬合约理论, 公司的成长性越高, 高管的薪酬也应该越高, 因此预测其系数为正。

Leverage: 公司的资产负债率, 等于年末的总负债与总资产的比值。*Leverage* 反映了公司的财务风险。如上所述, 风险对高管薪酬影响的方向在理论上并不确定, 因此我们不对其系数做明确的预测。

2. 公司治理因素

LSHR: 第一大股东的持股比例。第一大股东的持股比例越高, 其对公司高管的监督能力越强, 从而高管自定薪酬的能力就越弱, 即股权集中度与高管薪酬负相关 (刘慧龙等, 2010; 方军雄, 2009)。因

此, 预期 *LSHR* 的系数为负。

Dual: 董事长和总经理兼任情况, 当董事长兼任公司的总经理时取 1, 否则为 0。Core 等 (1999) 发现两职合一的情况下 CEO 的薪酬水平较高, 因此预计 *Dual* 的回归系数为正。

IDR: 董事会中独立董事所占的比例。一般而言, 独立董事的比例越高, 董事会越独立, 因此 *IDR* 的回归系数符号为正。但刘慧龙等 (2010) 的研究却发现, *IDR* 与高管薪酬正相关^①。因此, 本文对此变量的系数不做预测。

Bsize: 董事会的规模, 以董事会人数的自然对数表示。董事会规模越大, 对高管的监督越弱, 高管获得更高薪酬的可能性越大 (Core et al., 1999; Hwang and Kim, 2009)。因此, 我们预期 *Bsize* 的系数为正。

此外, 由于不同行业、不同地区之间的平均工资水平会存在一定的差距, 不同年份之间也可能因为经济环境的不同而产生薪酬的波动, 因此, 我们在模型中还加入了年度、行业和省份 (自治区或直辖市) 的固定效应, 用以控制不同年份、不同行业以及不同省份之间的差异导致的高管薪酬差异。

(二) 研究样本和数据来源

鉴于上市公司高管薪酬信息披露从 2001 年开始才逐步规范, 本文选取 2001~2011 年共 11 年间的所有 A 股非金融类上市公司作为研究样本。剔除公司最终控制人信息缺失、政治关联无法明确判断以及相关财务数据和治理数据缺失的观测值, 本文最终的研究样本共有 14337 个观测值。根据公司的最终控制人的产权性质, 我们将样本划分为国有控股企业 (简称国有企业) 以及非国有控股企业 (简称非国有企业)。其中, 国有企业样本共有 9359 个观测值, 非国有企业样本则有 4978 个观测值。

本文所使用的高管政治关联数据是根据 Wind 咨询金融终端提供的上市公司现任和历任高管简历信息手工收集、整理得到。在该简历信息不明确的情况下, 我们参照了公司的年报以及通过百度等搜索引擎搜集了相关信息。最终控制人的信息是根据年报的信息手工整理获得的。而公司的高管薪酬、财务数据、公司治理以及行业分类信息来自于 CSMAR 数据库, 公司所在省份的分年度数据则来自 CCER 数据库。

(三)描述性统计

表1 报告了本文研究样本的年度分布情况。总体上看,在9359个国有企业的观测值中,有3877个观测值具有政治关联,占样本数的41.42%;而在非国有企业总共4978个观测值中,共有2020个观测值拥有政治关联,占样本数的40.57%。可见,无论是国有企业还是非国有企业,政治关联都比较普遍。并且从年度分布来看,基本上政治关联样本所占的比例变化不大,表明企业的政治关联比较稳定。

在表2中,我们给出了主要变量的描述性统计。需要说明的是,为了避免极端值对本文结论的影响,我们对连续变量上下1%分位数之外的观测值进行了winsorize处理。由表2可以看出,总体上看,国有企业中无论是政治关联的公司还是非政治关联的公

表1 样本分布

年份	国有企业			非国有企业		
	样本数	政治关联样本数	政治关联样本比例(%)	样本数	政治关联样本数	政治关联样本比例(%)
2001	733	332	45.29	161	70	43.48
2002	813	349	42.93	202	81	40.10
2003	830	345	41.57	262	101	38.55
2004	855	342	40.00	328	129	39.33
2005	878	359	40.89	394	150	38.07
2006	829	340	41.01	409	161	39.36
2007	830	356	42.89	434	180	41.47
2008	877	364	41.51	537	220	40.97
2009	901	381	42.29	600	249	41.50
2010	893	356	39.87	674	282	41.84
2011	920	353	38.37	977	397	40.63
合计	9359	3877	41.42	4978	2020	40.57

表2 变量描述性统计

变量	政治关联样本		非政治关联样本		差异检验	
	均值	中位数	均值	中位数	t值	Z值
Panel A 国有企业(政治关联样本数=3,877;非政治关联样本数=5,482)						
Pay	314924.22	223900.00	294429.28	202666.67	2.80***	5.02***
LnPay	12.24	12.32	12.14	12.22	5.20***	5.02***
Size	20.99	20.88	21.03	20.94	-1.29	-2.05**
ROA	0.03	0.03	0.03	0.03	-0.26	0.61
Return	0.03	-0.04	0.05	-0.04	-1.10	-0.36
Volatility	0.12	0.11	0.13	0.11	-3.07***	-4.05***
MTB	3.20	2.43	3.32	2.48	-1.82*	-1.09
Leverage	0.51	0.51	0.51	0.51	0.64	-0.04
LSHR	0.42	0.41	0.42	0.42	-0.88	-1.43
Dual	0.09	0.00	0.10	0.00	-1.97**	-1.95*
IDR	0.31	0.33	0.32	0.33	-3.27***	-3.07***
Bsize	2.26	2.20	2.24	2.20	3.76***	3.72***
Panel B 非国有企业(政治关联样本数=2,020;非政治关联样本数=2,958)						
Pay	348443.36	236500.00	305812.25	213333.33	4.07***	4.88***
LnPay	12.36	12.37	12.22	12.27	5.29***	4.88***
Size	20.53	20.54	20.22	20.31	7.74***	6.80***
ROA	0.04	0.04	0.02	0.03	7.07***	7.82***
Return	0.09	-0.03	0.05	-0.04	1.88*	1.75*
Volatility	0.13	0.12	0.14	0.12	-1.97**	-1.94*
MTB	3.66	2.85	3.96	3.00	-2.88***	-2.04**
Leverage	0.47	0.46	0.51	0.49	5.13***	-4.32***
LSHR	0.33	0.29	0.32	0.29	1.08	0.88
Dual	0.21	0.00	0.25	0.00	-3.31***	-3.27***
IDR	0.35	0.33	0.35	0.33	0.29	-1.15
Bsize	2.15	2.20	2.15	2.20	0.62	-0.20

注:变量Pay表示绝对薪酬数额,单位为人民币元。其余变量的定义见正文。第(3)栏中的t值表示政治关联样本和非政治关联样本的均值检验统计值,Z值表示两个样本的中位数Wilcoxon秩和检验统计值。*、**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。

司,其高管薪酬的平均值(或中位数)都低于非国有企业,即平均来看,国有企业的高管并没有获得高于非国有企业高管的薪酬。这与陆正飞等(2012)的研究是一致的。分样本来看,在国有企业中,政治关联企业的高管薪酬平均为31.5万元,非政治关联企业的高管平均薪酬则为29.4万元,前者高出后者7%,并且两者之间的差异在1%的统计水平上显著。另外,从中位数来看,以及将绝对薪酬转换为对数后,政治关联企业与非政治关联企业高管薪酬之间的差异在统计上更为显著。相对应地,在非国有企业中,情况也类似,无论是从均值还是中位数来看,也不管是薪酬绝对数还是转换为对数,政治关联企业的高管薪酬都显著高于非政治关联企业。

此外,从经济绩效上看,在国有企业样本中,政治关联企业的会计业绩ROA和股票超额报酬率Return都低于非政治关联的企业,当然这种差异在统计上并不显著。而在非国有企业样本中,政治关联企业的ROA和Return都显著高于非政治关联的企业,这表明政治关联的非国有企业的绩效较好。这与吴文锋等(2008)以及罗党论和唐清泉(2009)的研究是一致的。从公司治理的变量来看,尽管国有企业中,政治关联企业董事长和总经理两职合一的比例略低于非政治关联企业,但其董事会的规模显著大于非政治关联的企业,而其中独立董事的比例却显著低于非政治关联企业。注意到政治关联企业的规模平均略小于非政治关联的企业,拥有较大规模的董事会并且独立董事较少,说明政治关联企业的董事会更可能被内部人控制,一定程度上表明其公司治理机制较为薄弱。相对应地,在民营企业样本中,董事会规模和独立董事比例在政治关联企业和非政治关联企业之间并没有显著差异。

四、实证检验:政治关联与高管薪酬

根据模型(1),本部分分别实证检验在国有企业和非国有企业样本中,政治关联企业的高管是否获得了较高的报酬。表3列示了回归分析的结果。从第(1)列中可以看到,在国有企业样本中,PC的系数为0.066,并且在1%的水平上显著为正。这表明在控制其他影响高管薪酬的经济因素和治理因素后,政治关联的国有企业的高管薪酬仍然显著高

表3 政治关联与高管薪酬的回归结果

变量	国有企业		非国有企业	
	系数	t值	系数	t值
<i>Intercept</i>	6.729***	51.91	5.576***	29.78
<i>PC</i>	0.066***	5.08	0.080***	4.28
<i>Size</i>	0.216***	37.04	0.245***	31.73
<i>ROA</i>	2.382***	19.78	1.107***	7.79
<i>Return</i>	0.007	0.53	-0.009	-0.50
<i>Volatility</i>	-0.574***	-3.31	-0.297	-1.28
<i>MTB</i>	0.002	0.91	0.000	0.00
<i>Leverage</i>	-0.095***	-2.61	-0.063	-1.57
<i>LSHR</i>	-0.599***	-14.36	-0.304***	-4.55
<i>Dual</i>	0.045**	2.18	0.114***	5.19
<i>IDR</i>	0.209**	1.97	0.640***	3.85
<i>Bsize</i>	0.104***	3.35	0.437***	9.16
Year /Industry/ Province	控制		控制	
Adj. R ²	62.60%		52.13%	
N	9359		4978	

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。

于非政治关联的企业。即从总体来看,在政治关联的国有企业中,高管获取了显著较高的薪酬。结合上文的分析,这一结果说明,对高管薪酬的管制以及高管的隐性升迁激励并没有对高管获取较高的薪酬起到很强的制约作用。之所以出现这一状况,可能的原因在于:一方面陈冬华等(2011)的研究表明,高管通过向职工支付较高的工资来建立政治利益的同盟。并且,陆正飞等(2012)的研究发现,国有企业尤其是中央政府控制的企业,职工的工资显著较高。由于国有企业给职工支付了较高的工资,于是使得基于职工平均工资一定倍数的高管薪酬上限也被抬高了,即薪酬管制的作用将大打折扣。另一方面,只有在过高的薪酬被外界所关注,给相关的高管和企业带来较高的政治成本,并影响到其升迁的情况下,高管才可能去避免获取较高的薪酬。然而,前文分析指出,由于政治关联国有企业的多任务目标使得薪酬与业绩之间的关系非常模糊,外界通常很难去合理判断高管的薪酬是否过高。因此,政治关联企业的高管在一般情况下,仍然可以为其支付较高的薪酬。

从经济影响因素来看,与本文的预测一致,*Size*的系数显著为正,表明规模越大的公司,高管的薪酬越高。*ROA*的系数显著为正,但*Return*的系数并不显著,表明

高管薪酬与公司的会计绩效正相关,但与股票报酬率不相关,即我国公司主要将会计业绩作为了考核高管的指标但没有考虑公司的市场绩效。此外,*Volatility*和*Leverage*的系数显著为负,即公司股票报酬率的波动性和负债率越高,高管的薪酬越低。由于这两个指标一定程度上衡量了公司的风险,这说明企业的风险越高,高管的报酬越低。从以上这些经济因素来看,本文的发现与现有文献基本一致,也符合理论上的预期。从公司治理影响因素来看,变量*Dual*和*Bsize*的系数显著为正,表明董事长两职合一、董事会规模较大的企业,高管的薪酬较高。这反映了在公司治理机制薄弱的情况下,高管更可能给其支付较高的薪酬。另外,*LSHR*的系数显著为负而*IDR*的系数显著为正,说明第一大股东持股越低、独立董事比例越高,高管的薪酬越高。这与刘慧龙等(2010)的发现是一致的。

在表3第(2)列中,我们列示了非国有企业样本的回归分析结果。结果显示,*PC*的系数为0.080,并且在1%的统计水平上显著为正。这同样说明,在控制影响高管薪酬的经济因素和治理因素后,政治关联公司的高管薪酬也显著高于非政治关联公司的高管。从经济影响因素来看,*Size*和*ROA*的系数显著为正,说明公司的规模越大、会计绩效越好,高管的薪酬越高。从治理影响因素来看,*Dual*、*IDR*和*Bsize*的系数显著为正,说明董事长和总经理两职合一、独立董事比例较高以及董事会规模较大的企业,高管的薪酬较高。最后,*LSHR*的系数显著为负,说明股权集中的公司,高管的薪酬较低。

综上所述,在控制其他影响高管薪酬的因素之后,我们发现,不论是在国有企业中,还是在民营中,有政治关联的高管都获得了显著较高的薪酬。但是,如上文分析的那样,在不同产权性质的企业中,政治关联对高管获取较高薪酬的作用机制可能是不一样的。接下来,我们将对此做进一步的区分。

五、高管超额薪酬与公司未来经营绩效

为了区分不同产权性质的企业中政治关联对高管薪酬影响机制的不同,我们根据Core等(1999)以及Hwang和Kim(2009)的方法,考察政治关联所引致的超额薪酬与公司未来的经营绩效之间的关系。这一方法的基本思想是,通过考察由政治关联引致的高管超额薪酬与公司未来业绩之间的关系来判断这部分超额薪酬的合理性。如果这部分由政治关联带来的超额薪酬是机会主义或者是过度的,那么将会损害公司未来的经营绩效;如果这部分超额薪酬是对高管特殊能力的合理定价和激励,则不会对公司未来业绩有影响或是有正

的影响。如上所述,在政治关联的国有企业中,如果高管利用薪酬与公司业绩之间的模糊关系以及薄弱的公司治理机制,为自己支付了过度薪酬的话,那么这是一种机会主义的行为。因此,我们应该观察到由政治关联所引致的超额薪酬与企业未来的绩效负相关。而在政治关联的非国有企业中,如果高管获得的超额薪酬是由于其具有较强的获取政府资源的寻租能力而被市场定价的话,那么这种超额的薪酬恰恰是一种适当的激励。因此,在较高的薪酬激励下,他们有动力从政府那里为企业获取更多的经济资源或政策,从而提高公司的绩效。于是我们应该观察到,在非国有企业中,政治关联所引致的超额薪酬与企业的未来绩效正相关。根据上述分析,我们采用Core等(1999)以及Hwang和Kim(2009)的方法,估计出由政治关联带来的超额薪酬^②,并用这部分薪酬与公司未来的绩效进行回归。具体的检验模型如下:

$$\begin{aligned} Performance_{t+1,t+3} = & \beta_0 + \beta_1 \times PredictedExcessCompensation + \beta_2 \times Size \\ & + \beta_3 \times MTB + \beta_4 \times Volatility + \sum \theta_i \times Year \\ & + \sum \lambda_i \times Industry + \varphi \end{aligned} \quad (2)$$

其中:

$$\begin{aligned} PredictedExcessCompensation = & ExcessPC \\ & + ExcessCG = (\hat{\alpha}_1 \times PC) + (\hat{\alpha}_8 \times LSHR + \hat{\alpha}_9 \times Dual \\ & + \hat{\alpha}_{10} \times IDR + \hat{\alpha}_{11} \times Bsize) \end{aligned} \quad (3)$$

在模型(2)中,因变量 $Performance_{t+1,t+3}$ 表示公司未来1年、2年或3年之内平均的经营绩效。我们分别用公司的总资产报酬率ROA和净资产收益率ROE^③来表示。如公式(3)所示, $PredictedExcessCompensation$ 由两个变量构成:一个是 $ExcessPC$,即由政治关联所引致的高管超额薪酬,它由表3中回归得到的PC的系数与PC相乘计算而得;另一个变量是 $ExcessCG$,表示其他公司治理因素所引致的高管超额薪酬,由表3中变量 $LSHR$ 、 $Dual$ 、 IDR 和 $Bsize$ 的系数分别与各变量取值的线性组合计算而得。为了消除不同观测值量纲的影响,我们将上述两个变量 $ExcessPC$ 和 $ExcessCG$ 分别除以高管的薪酬总额 $Ln-pay$ 。在模型(2)中,我们还控制了企业的规模 $size$ 、成长机会 MTB 和股票收益率的波动性 $Volatility$,并加入了年度和行业固定效应。根据上面的分析,在国有企业中,政治关联引致的高管超额薪酬可能与

公司未来的业绩负相关,因此预期 $ExcessPC$ 的系数显著为负。而在非国有企业中,政治关联引致的高管超额薪酬则与公司未来的业绩正相关,因此预期 $ExcessPC$ 的系数显著为正。此外,公司的成长性越高,未来的绩效越好,因此预期 MTB 的系数为正。而公司的经营风险越高,未来的业绩越差,因此 $Volatility$ 的系数为负。公司规模对未来绩效的影响难以判断,因此不对 $Size$ 的系数做预测。

表4给出了模型(2)的回归结果。其中,Panel A是以ROA衡量公司的绩效,Panel B是以ROE衡量公司的绩效。从表中我们可以看到,不论是以ROA还是ROE衡量公司绩效,在国有企业样本中, $ExcessPC$ 的系数都在1%水平上显著为负,表明企业未来的经营绩效与由政治关联引致的高管超额薪酬之间存在显著的负相关关系;从经济显著性来看,假定 $ExcessPC$ 增加一个标准差(0.0027),对于未来一年的绩效而言,ROA将下降0.3%,ROE则下降0.6%^④。而在非国有企业中, $ExcessPC$ 的系数都在1%水平上显著为正,表明企业未来的经营绩效与由政治关联引致的高管超额薪酬之间存在显著的正相关关系。从经济显著性来看,假定 $ExcessPC$ 增加一个标准差(0.0033),对于未来一年的绩效而言,

表4 超额薪酬与企业未来的经营绩效

变量	国有企业			非国有企业		
	t+1	(t+1, t+2)	(t+1, t+3)	t+1	(t+1, t+2)	(t+1, t+3)
Panel A: 因变量=ROA						
$ExcessPC$	-1.072*** (-4.12)	-0.755*** (-3.18)	-0.759*** (-3.27)	1.656*** (4.36)	1.695*** (4.73)	1.705*** (4.79)
$ExcessCG$	-0.704*** (-8.31)	-0.716*** (-9.29)	-0.693*** (-9.24)	-0.738*** (-5.77)	-0.704*** (-5.90)	-0.582*** (-4.89)
$Size$	0.009*** (15.20)	0.007*** (13.53)	0.006*** (12.04)	0.011*** (11.22)	0.009*** (9.52)	0.008*** (8.33)
MTB	0.003*** (10.81)	0.003*** (10.27)	0.002*** (8.57)	0.002*** (5.65)	0.002*** (4.69)	0.002*** (4.30)
$Volatility$	-0.201*** (-11.38)	-0.175*** (-10.86)	-0.152*** (-9.35)	-0.172*** (-5.99)	-0.148*** (-5.60)	-0.120*** (-4.46)
Year/industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	13.68%	15.91%	16.93%	15.54%	16.91%	16.69%
N	8050	6869	5774	3827	3041	2372
Panel B: 因变量=ROE						
$ExcessPC$	-2.027*** (-2.84)	-2.362*** (-4.01)	-2.414*** (-4.37)	3.067*** (3.16)	2.680*** (3.24)	2.470*** (3.16)
$ExcessCG$	-1.303*** (-5.62)	-1.382*** (-7.23)	-1.271*** (-7.11)	-0.823*** (-2.52)	-1.122*** (-4.07)	-0.825*** (-3.16)
$Size$	0.024*** (15.44)	0.021*** (15.81)	0.019*** (14.76)	0.022*** (8.83)	0.021*** (9.22)	0.020*** (9.43)
MTB	0.006*** (7.93)	0.006*** (10.41)	0.007*** (11.22)	0.006*** (6.96)	0.006*** (6.99)	0.006*** (6.85)
$Volatility$	-0.276*** (-5.71)	-0.250*** (-6.26)	-0.225*** (-5.82)	-0.154*** (-2.10)	-0.155*** (-2.55)	-0.115*** (-1.95)
Year/industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	8.52%	12.50%	14.38%	7.16%	10.50%	11.14%
N	8050	6869	5774	3827	3041	2372

注:t+1、(t+1, t+2)和(t+1, t+3)分别表示因变量取未来1年、2年和3年的均值。括号内是t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。

ROA 将上升 0.5% ,ROE 则上升 1.0%^⑤。这些结果验证了上文的分析,即在国有企业中,政治关联企业的高管机会主义地给予其支付了过度薪酬^⑥,而在非国有企业中,政治关联企业的高管获得的较高薪酬是对其较强的寻租能力的补偿和激励。

六、进一步分析与稳健性检验

以上检验结果表明,在国有企业中,政治关联企业的高管获得了过度薪酬。我们知道,不同的政府控制层级以及在不同地区的制度环境下,企业的经营和管理存在很大的差别。接下来我们就进一步考察这些因素对过度薪酬的影响。

(一)政府控制层级对过度薪酬的影响

中央政府控制的企业与地方政府控制的企业相比,大多为具有重要战略地位的企业。它们通常掌握了更多的政治和经济资源,经营的目标更多地偏向政治目标而非经济目标。同时,中央控股企业大多规模庞大、组织结构复杂,这可能使得对其高管的监管变得比较困难,从而造成内部人控制的现象更严重。事实上,近年来引起较大争议的国有企业天价年薪事件,大多发生在央企。并且,陆正飞等(2012)的研究也发现,中央控股企业的高管薪酬显著高于地方控股企业和非国有企业。那么,在中央政府控制的国有企业中,政治关联高管的过度薪酬是否更严重呢?

为检验这一问题,我们在模型(1)中引入虚拟变量 *Central* 以及 *Central* 与 *PC* 的交乘项。如果企业的最终控制人是国资委或中央各部委,则 *Central* 取 1,否则为 0。表 5 第(1)列给出了回归分析的结果。其中,变量 *PC* 的系数在 1%水平上显著,说明在地方政府控制的企业中,政治关联的高管获得了过度薪酬。进一步地,交乘项 *PC*×*Central* 的系数在 1%水平上显著为正,表明与地方政府控制的企业相比,中央政府控制的企业中,政治关联高管的过度薪酬更严重。

(二)地区制度环境对过度薪酬的影响

我国各地区的制度环境存在很大差异。樊纲等(2011)发布市场化指数表明,中国各省(自治区、直辖市)在政府干预、法治环境以及市场化程度上,存在很大的差异。在政府干预较强的地区,政府对企业的干预更多,可能使企业承担了更多的社会政治目标和政策性负担。尤其是政治关联企业,更可能受到政府的这些干预。同时,在政府干预较强的地区,政治关联企业由于受到更多的政府干预,公司治理的机制可能更为薄弱。因而,在政府干预较强的地区,政治关联企业的高管的过度薪酬可能更严重。

为了对上述预期做检验,我们在模型(1)中引入虚拟变量 *Gov* 以及 *Gov* 与 *PC* 的交乘项。根据樊纲等(2011)发布的

表 5 政府控制层级、地区制度环境与过度薪酬

变量	控股股东层级与过度薪酬		地区制度环境与过度薪酬	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Intercept</i>	6.801***	52.43	6.619***	50.12
<i>PC</i>	0.045***	3.03	0.032**	2.09
<i>PC</i> × <i>Central</i>	0.093***	3.34		
<i>Central</i>	0.063***	3.46		
<i>PC</i> × <i>Gov</i>			0.108***	3.92
<i>Gov</i>			-0.107***	-3.28
<i>Size</i>	0.212***	36.21	0.217***	37.14
<i>ROA</i>	2.404***	20.01	2.348***	19.47
<i>Return</i>	0.009	0.63	0.004	0.27
<i>Volatility</i>	-0.626***	-3.62	-0.494***	-2.85
<i>MTB</i>	0.001	0.57	0.002	0.87
<i>Leverage</i>	-0.084**	-2.31	-0.089**	-2.45
<i>LSHR</i>	-0.590***	-14.17	-0.590***	-14.16
<i>Dual</i>	0.058***	2.77	0.041**	1.97
<i>IDR</i>	0.204*	1.93	0.214**	2.02
<i>Bsize</i>	0.099***	3.19	0.115***	3.70
Year/ Industry/ Province	控制		控制	
Adj. R ²	62.80%		62.90%	
N	9359		9290	

注: *、**和*** 分别表示在 10%、5%和 1% 统计水平上显著。

各地区政府干预指数,如果企业所处省区的政府干预程度较高,则 *Gov* 取值为 1,否则为 0^⑦。表 5 第(2)列给出了回归分析的结果。其中,变量 *PC* 的系数在 1%水平上显著,说明在政府干预较弱的地区,政治关联的高管相对非政治关联的高管获得了过度薪酬。进一步地,交乘项 *PC*×*Gov* 的系数在 1%水平上显著为正,表明与政府干预较弱的地区相比,在政府干预较强的地区,政治关联高管的过度薪酬更严重。

(三)稳健性检验

1. 政治关联的内生性

本文以上的分析是基于混合截面数据的回归。然而,正如本文的理论分析部分指出的那样,虽然国有企业的政治关联主要是政府任命有政府背景的官员所形成(从而一定程度上是外生的),但民营企业的政治关联却是自身寻求的结果,因而是内生的。如果那些决定企业政治关联的遗漏变量同时也影响了高管薪酬的话,那么本文以上发现的结果可能只是简单的伪相关关系。因此,我们需要排除内生性对本文结论可能存在的影响。为此,借鉴 Chen 等(2011),我们采用 Heckman(1979) 两阶段回归的方法来排除可能存在的内生性问题。在第一阶段回归中,我们通过估计以

下 logistic 模型来预测公司是否具有政治关联：

$$\text{Pr ob}(PC=1)=\Phi(\gamma_0+\gamma_1\text{Ln}(GDPPC)+\gamma_2\text{Deficit}+\gamma_3\text{Unempr}+\gamma_4\text{HHI}+\gamma_5\text{LSHR}+\gamma_6\text{ROA}+\gamma_7\text{Size}+\gamma_8\text{Leverage}+\gamma_9\text{Age}+\gamma_{10}\text{Sex}+\sum\theta_i\text{Year}+\psi)\quad(4)$$

借鉴 Chen 等(2011)、唐松等(2011)以及杜兴强等(2009)的研究,本文在上述模型中包括了3个衡量公司所在地区经济发展状况的变量:Ln(*GDPPC*),即人均*GDP*的自然对数;*Deficit*,地区财政赤字占*GDP*的比重;*Unempr*,城镇登记失业率。以上3个变量以省级的统计数据来计量,数据取自于CS-MAR宏观经济数据库。一方面,在经济状况较差的地区,政府的干预从而企业的政治关联可能越普遍;然而另一方面,在经济状况较好的地区,由于公司的经济资源也越多,政府对企业干预的动机也可能越强,因而更可能任命有政府背景的高管。*HHI*是赫芬达尔指数,表示公司所处行业的竞争程度。我们预期,在竞争程度低,即垄断性高的行业,与政府的关系越密切,公司具有政治关联的可能性越高。*LSHR*是公司第一大股东的持股比例。对于国有企业而言,当政府对公司的控制权相对较弱(*LSHR*较低)时,政府可以通过任命由政府背景的高管来将加强对公司的控制。因此,我们预期在国有企业中,*LSHR*的系数显著为负。与Chen等(2011)和唐松等(2011)一致,我们也控制了公司的*ROA*、规模(*Size*)和负债比率(*Leverage*)^⑧。此外,参照唐松等(2011)以及杜兴强等(2009)的研究,将高管人员平均年龄(*Age*)以及虚拟变量*Sex*(有女性高管取1,否则为0)两个刻画高管个人特征的变量放入预测模型。我们预期,年龄较大以及男性的高管更可能具有政治关联。

我们采用模型(4)分别对国有企业和非国有企业的政治关联进行了预测,回归结果见表6的Panel A。从表中可以看出,在国有企业样本中,在人均*GDP*高的地区、垄断程度较高的行业以及第一大股东持股比例较低的企业,更可能具有政治关联。这表明了政府对掌握较多经济资源、处于垄断地位以及控股权相对较低的国有企业有更强的控制。此外,年龄越大的高管以及男性高管更可能拥有政治关联。与国有企业略有不同,在非国有企业中,在人均*GDP*越低(即经济状况越差)的地区,企业越可能具有政治关联。这恰好说明民营企业的政治关

联是其在落后的制度环境下的一种替代性保护机制(余明桂、潘洪波,2008)。此外,*ROA*越高、规模越大的民营企业,更可能具有政治关联。这是因为绩效越好以及规模越大的民营企业越容易向政府寻租。最后,与国有企业一致,在民营企业中,年龄越大的高管以及男性高管也越可能拥有政治关联。

由模型(4)的回归,我们得到了inverse Mills ratio,并将其作为一个自变量放入模型(1)中进行第二阶段的回归,重新检验政治关联与高管薪酬的关系。检验结果如表6的Panel B所示。无论在国有企业还是民营企业样本中,inverse Mills ratio的系数都显著为负,说明在我们的样本数据中确实可能存在着一定的选择性偏差。然而,在控制这一偏差之后,变量*PC*的系数仍然显著为正,即政治关联企业的高管薪酬显著更高。这与本文的主要结论是一致的。在此基础上,根据第二阶段回归得到的系数,我们分别计算了由政治关联以及公司治理因素引致的高管超额薪酬*ExcessPC*和*ExcessCG*,并根据模型(2)对政治关联引致的高管超额薪酬与公司未

表6 Heckman 两阶段回归结果

变量	国有企业		非国有企业	
	系数	z 值/ t 值	系数	z 值/ t 值
Panel A: Heckman 第一阶段回归:公司是否具有政治关联的 logistic 回归				
<i>Intercept</i>	-2.891***	8.36	-1.105**	2.03
<i>Ln(GDPPC)</i>	0.174***	5.84	-0.242***	4.91
<i>Deficit</i>	0.433	1.61	-0.429	1.47
<i>Unemprate</i>	0.002	0.43	0.001	0.07
<i>HHI</i>	1.061***	6.99	-0.224	0.66
<i>LSHR</i>	-0.231***	2.62	-0.006	0.05
<i>ROA</i>	0.093	0.36	1.144***	3.84
<i>Size</i>	-0.069***	6.02	0.059***	3.84
<i>Leverage</i>	0.230***	2.99	-0.131	1.59
<i>Age</i>	0.051***	20.57	0.046***	15.80
<i>Sex</i>	-0.240***	4.00	-0.294***	4.04
<i>Year</i>	控制		控制	
Pseudo-R ²	6.24%		8.26%	
N	9083		4732	
Panel B: Heckman 第二阶段回归:政治关联与高管薪酬的 OLS 回归				
<i>Intercept</i>	6.504***	46.97	5.371***	27.04
<i>PC</i>	0.206***	3.68	0.218***	2.79
<i>Size</i>	0.218***	36.48	0.246***	29.57
<i>ROA</i>	2.359***	19.22	1.058***	7.18
<i>Return</i>	0.001	0.08	-0.006	-0.34
<i>Volatility</i>	-0.521***	-2.96	-0.332	-1.39
<i>MTB</i>	0.003	1.28	0.001	0.24
<i>Leverage</i>	-0.097***	-2.60	-0.037	-0.90
<i>LSHR</i>	-0.588***	-13.86	-0.292***	-4.28
<i>Dual</i>	0.033	1.56	0.114***	5.03
<i>IDR</i>	0.218**	1.97	0.721***	4.22
<i>Bsize</i>	0.115***	3.63	0.427***	8.62
<i>Inverse Mills ratio</i>	-0.092***	-2.61	-0.088*	-1.78
<i>Year/ Industry/ Province</i>	控制		控制	
Adj. R ²	62.76%		53.10%	
N	9083		4732	

注:*,**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。z值/t值一栏中,Panel A中列示的是z值,Panel B中列示的t值。

来绩效之间的关系重新进行了检验。检验的结果见表7^⑨。由表7可知,在国有企业中,政治关联引致的高管超额薪酬与公司未来3年内的绩效显著负相关,而在非国有企业中,政治关联引致的高管超额薪酬与公司未来3年内的业绩显著正相关。这也与本文以上的主要结论是一致的。

表7 控制内生性后超额薪酬与企业未来的经营绩效

变量	国有企业			非国有企业		
	t+1	(t+1, t+2)	(t+1, t+3)	t+1	(t+1, t+2)	(t+1, t+3)
<i>ExcessPC</i>	-0.220*** (-4.02)	-0.156*** (-3.11)	-0.157*** (-3.22)	0.375*** (4.38)	0.380*** (4.72)	0.392*** (4.91)
<i>ExcessCG</i>	-0.518*** (-7.56)	-0.472*** (-7.76)	-0.876*** (-11.00)	-0.552*** (-5.11)	-0.523*** (-5.20)	-0.435*** (-4.41)
<i>Size</i>	0.009*** (15.75)	0.007*** (13.76)	0.006*** (10.95)	0.012*** (11.70)	0.010*** (10.02)	0.009*** (8.82)
<i>MTB</i>	0.003*** (10.96)	0.003*** (10.45)	0.002*** (8.34)	0.002*** (5.59)	0.002*** (4.78)	0.002*** (4.49)
<i>Volatility</i>	-0.194*** (-10.80)	-0.173*** (-10.52)	-0.151*** (-9.11)	-0.163*** (-5.40)	-0.138*** (-4.95)	-0.101*** (-3.55)
Year/industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	13.63%	15.52%	17.30%	15.24%	16.54%	16.53%
N	7795	6660	5601	3594	2863	2248

注:表中的因变量是公司未来的ROA, t+1、(t+1, t+2)和(t+1, t+3)分别表示因变量取未来1年、2年和3年的均值。括号内是t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。

表8 政治关联与高管薪酬之间关系的敏感性检验结果

变量	国有企业		非国有企业	
	系数	t值	系数	t值
<i>Intercept</i>	7.748***	38.36	5.882***	19.45
<i>PC</i>	0.036**	2.18	0.052**	2.31
<i>Size</i>	0.223***	25.58	0.280***	23.66
<i>ROA</i>	3.464***	21.13	1.810***	11.24
<i>Return</i>	-0.007	-0.49	-0.004	-0.22
<i>Volatility</i>	-0.221	-1.13	-0.631**	-2.45
<i>MTB</i>	0.007**	2.05	0.007**	2.11
<i>Leverage</i>	0.049	0.97	0.116***	2.97
<i>LSHR</i>	-0.456***	-8.50	-0.289***	-3.69
<i>Dual</i>	0.104***	3.91	0.161***	6.34
<i>IDR</i>	0.024	0.15	0.460**	1.97
<i>Bsize</i>	0.099**	2.34	0.406***	6.55
Year/Industry/Province	控制		控制	
Adj. R ²	47.94%		38.56%	
N	5645		3798	

注:因变量采用总经理的薪酬来计量,*、**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。

表9 超额薪酬与企业未来经营绩效的敏感性检验

变量	国有企业			非国有企业		
	t+1	(t+1, t+2)	(t+1, t+3)	t+1	(t+1, t+2)	(t+1, t+3)
<i>ExcessPC</i>	-1.295** (-2.12)	-1.008* (-1.69)	-1.323** (-2.11)	3.178*** (4.35)	3.343*** (4.15)	2.910*** (2.99)
<i>ExcessCG</i>	-0.832*** (-6.29)	-0.793*** (-6.15)	-0.773*** (-5.74)	-1.054*** (-6.39)	-1.072*** (-5.91)	-1.021*** (-4.60)
<i>Size</i>	0.002*** (2.88)	0.002*** (2.75)	0.002*** (2.25)	-0.001 (-0.68)	-0.005*** (-2.67)	-0.007*** (-2.90)
<i>MTB</i>	0.003*** (7.65)	0.003*** (8.08)	0.003*** (7.46)	0.001*** (2.72)	0.000 (0.47)	0.000 (0.15)
<i>Volatility</i>	-0.123*** (-6.52)	-0.112*** (-6.23)	-0.107*** (-5.69)	-0.118*** (-3.67)	-0.130*** (-3.82)	-0.118*** (-2.94)
Year/industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	12.25%	14.26%	16.34%	6.42%	5.29%	4.16%
N	4673	3823	2994	2778	2136	1566

注:表中的因变量是公司未来的ROA, t+1、(t+1, t+2)和(t+1, t+3)分别表示因变量取未来1年、2年和3年的均值。括号内是t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。

总之,以上 Heckman 两阶段检验的结果表明,在控制可能存在的内生性问题后,本文的研究结论没有变化。

2. 采用总经理的薪酬计量高管薪酬

在本文的主要检验中,与现有大多数研究高管薪酬、政治关联的文献一致,我们以薪酬最高的前三名高管的平均薪酬来代表公司高管的薪酬,以董事长或总经理的政治关联来代表公司的政治关联。但直观上看,由于自变量是以董事长或总经理的政治身份来计量政治关联的,那么因变量采用董事长或总经理的薪酬来代表高管的薪酬会比较一致。从2005年开始,我国上市公司才开始披露高管个人的薪酬数据。根据我们的统计,由于很多企业的董事长是在集团公司(上市公司的控股股东)而非上市公司领取薪酬,董事长的薪酬数据是大量缺失的。并且刘慧龙等(2010)指出,董事长存在大量的兼职情况,其薪酬不能很好地反映其在上市公司的业绩。因此,与刘慧龙等(2010)一致,我们以总经理作为企业高管的代表,并以总经理的薪酬作为因变量,利用2005~2011年之间的数据,重新对本文的主要结论进行了检验^⑩。检验的结果如表8和表9所示。

表8列示了政治关联与总经理薪酬的回归结果。结果显示,无论在国有企业还是非国有企业,有政治关联的企业的总经理薪酬都显著较高。表9则给出了政治关联引致的总经理超额薪酬与公司未来业绩之间的关系^⑪。由表9可知,在国有企业中,政治关联引致的高管超额薪酬与公司未来的ROA显著负相关,而在非国有企业中,上述关系正好相反。这些结果都与本文的主要结果是一致的。当然,我们注意到,表8和表9中,*PC*和*Excess-PC*系数的显著性相对于表3和表4中的结果要弱一些,这可能主要是由于样本量的减少造成的。

3. 其他稳健性检验

除了以上稳健性检验,本文还进行了以下敏感性测试:首先,除了 Heckman 两阶段回归,我们还参照唐松等(2011),采用倾向得分匹配(propensity score matching)的方法对内生性问题进行了排除;其次,选取薪酬最高的前三名董事的薪酬总额的平均数作为高管薪酬的替代性指标;第三,在模型(1)中对地区差异的控制,采用方军雄(2009)的方

法,不加入每个省份的固定效应,而是只考虑东、西部地区的差异,或是按照刘慧龙等(2010)的方法,加入各地区市场化指数而不加入省份固定效应;第四,在模型(2)中,我们还以ROS来衡量企业未来经营绩效;最后,在表5第(2)列中,我们选用市场化总指数、各地区法治环境指数替代政府干预指数。在以上敏感性检验中,本文的结论都没有实质性变化。由于篇幅所限,以上检验的结果不再列示。

七、结论和启示

高管薪酬激励是公司治理的一个核心问题。近年来,部分国有企业高管“天价”年薪的现象屡见不鲜,引起了社会的广泛争议。结合中国转型经济的制度背景,本文以企业中普遍存在的高管政治关联为切入点,考察不同产权性质的企业中政治关联对高管薪酬的影响,以及这种影响对公司未来经营绩效的作用,试图探究部分企业高管薪酬过高的深层次原因。

以2001~2011年间的非金融A股上市公司为样本,本文实证研究发现,在控制其他影响高管薪酬的经济因素和公司治理因素后,不管是在国有企业还是在非国有企业中,政治关联公司的高管都获得了显著较高的薪酬。但是,在国有企业中,由政治关联引致的高管超额薪酬与公司未来的经营绩效显著负相关;而在非国有企业中,由政治关联引致的超额薪酬则与公司未来的经营绩效显著正相关。这些结果表明,政治关联的国有企业高管获取了过度薪酬,这是一种有损企业未来绩效的机会主义行为;而政治关联的非国有企业的高管所获得的较高薪酬则是对其较强的寻租能力的一种激励或补偿。此外,本文进一步的检验还发现,在中央政府控制的国有企业中,以及在政府干预较强的地区,政治关联的国有企业高管的过度薪酬问题更加严重。

本文的研究结论对于解决当前部分企业高管薪酬过高的问题以及优化企业高管的薪酬激励机制具有一定的启示意义。对于国有企业而言,政治关联的企业由于受到更多的政府干预,导致高管薪酬和企业业绩之间的关系模糊,同时在过多政府干预造成公司治理薄弱和“内部人控制”严重的情况下,这些企业的高管就可能机会主义地支付过度薪

酬。因此,根本上来讲,应该科学合理地处理好政府与企业之间的关系,减少政府对国有企业的干预和管制,减轻国有企业的政策性负担,进而加强高管薪酬与公司绩效之间的联系,激励高管努力提高公司业绩,这才能从根本上达到优化高管激励机制、解决部分国企高管薪酬过高问题的目的。而对于民营企业来说,具有政治关联的高管获得的较高薪酬是对其较强的寻租能力的回报和激励。尽管这是一种市场的定价行为,但从政府获取资源属于财富的再分配而非价值创造的过程。因此,从促进市场经济长远发展的目标来看,也应当削弱政府对经济资源分配的影响,给非国有企业平等的竞争空间,引导和激励非国有企业及其高管将最主要的精力和活动集中于价值创造和提高企业经济效率上来,最终才能促进企业和市场经济的健康发展。

(作者单位:上海财经大学会计学院、会计与财务研究院;责任编辑:尚增健)

注释

①在他们的论文中,并未对此做出解释。

②Core等(1999)指出,采用预测的超额薪酬与公司未来绩效进行回归,其好处在于可以更直接地检验某些因素(如他们论文中的公司治理因素,本文中的政治关联)导致的超额薪酬的经济后果,从而区分这些因素对高管薪酬的内在作用机制。另外,由于采用的是预测的超额薪酬,即该部分薪酬是控制了相关经济因素之后的薪酬,从而可以减少变量的计量误差。

③ROA的定义同上,ROE等于公司的净利润除以平均的股东权益。

④ExcessPC的标准差0.0027由描述性统计得到,ROA下降值 $-0.3\% = 0.0027 \times (-1.072)$,ROE下降值 $-0.6\% = 0.0027 \times (-2.027)$ 。未来两、三年的平均绩效变化程度也可依此类推。

⑤ExcessPC的标准差0.0033由描述性统计得到,ROA上升值 $0.5\% = 0.0033 \times 1.656$,ROE上升值 $1.0\% = 0.003 \times 3.067$ 。未来两年、三年的平均绩效变化程度也可依此类推。

⑥这里需要注意的是,过度薪酬(overpaid compensation)与超额薪酬(excess compensation)的含义是不一样的。后者是指薪酬水平中没有被基本的经济因素和治理因素所解释的剩余部分,并不一定是过度的。这里,我们经过验证这部分超额薪酬与未来经营绩效负相关,因而可以说是“过度的薪酬”。

⑦我们根据各省级政府干预程度的各年排名情况,排名在前15位的地区为政府干预较强的地区,其余则为政府干预较弱的地区。另外,樊纲等(2011)发布的政府干预指数,只截止至2009年。而由于各地区制度环境的排序在各年之间变化不大,我们以2009年的排名作为2010年和2011年的替代。

⑧这些变量的定义同上。

⑨为节省篇幅,表7只列示了以ROA衡量业绩的回归结果。以ROE衡量业绩的结果类似。

⑩需要说明的是,陈冬华等(2011)的研究表明,高管可以通过向职工支付较高的工资来建立政治利益的同盟。同理,有政治关联的董事长或总经理,为了和其他高管成员建立政

治同盟,减少个人获取较高薪酬的阻力,他们也可能向其他高管支付较高的薪酬。实际上,据我们的统计,2005~2011年的总经理薪酬与公司薪酬最高的前3名高管薪酬的平均数之间具有高度的相关性,两者的相关系数高达0.926(其中国有企业样本的相关系数为0.930,非国有企业样本则为0.921)。因此,采用薪酬最高的前3名高管的平均薪酬作为高管薪酬的替代变量是可行的。并且考虑到采用薪酬最高的前3名高管的薪酬平均数可以获得更多的数据(从2001年开始),从而提高模型的检验效力和结果的稳定性,我们在主要结果中采用这一指标。

①同样地,为节省篇幅,表9只列示了以ROA衡量业绩的回归结果。以ROE衡量业绩的结果类似。

参考文献

- (1)陈冬华、陈富生、沈永建、尤海峰:《高管继任、职工薪酬与隐性契约——基于中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,2011年第2期。
- (2)陈冬华、陈信元、万华林:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》,2005年第2期。
- (3)陈钊、陆铭、何俊志:《权势与企业家参政议政》,《世界经济》,2008年第6期。
- (4)杜兴强、雷宇、郭剑花:《政治联系、政治联系方式与民营上市公司的会计稳健性》,《中国工业经济》,2009年第7期。
- (5)樊纲、王小鲁、朱恒鹏:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社,2011年。
- (6)方军雄:《我国上市公司的高管的薪酬存在粘性吗?》,《经济研究》,2009年第3期。
- (7)雷光勇、李书锋、王秀娟:《政治关联、审计师选择与公司价值》,《管理世界》,2009年第9期。
- (8)黎文靖、胡玉明:《国企内部薪酬差距激励了谁?》,《经济研究》,2012年第12期。
- (9)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》,《经济研究》,2010年第9期。
- (10)陆正飞、王雄元、张鹏:《国有企业支付了更高的职工工资吗?》,《经济研究》,2012年第3期。
- (11)罗党论、刘晓龙:《政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据》,《管理世界》,2009年第5期。
- (12)罗党论、唐清泉:《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》,《经济研究》,2009年第2期。
- (13)唐松、胡威、孙铮:《政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据》,《金融研究》,2011年第7期。
- (14)王克敏、王志超:《高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究》,《管理世界》,2007年第7期。
- (15)王庆文、吴世农:《政治关系对公司业绩的影响》,中国第七届实证会计国际研讨会会议论文,2008年。
- (16)吴文锋、吴冲锋、刘晓薇:《中国民营上市公司高管的政府背景与企业价值》,《经济研究》,2008年第7期。
- (17)吴文锋、吴冲锋、芮萌:《中国上市公司高管的政府背景与税收优惠》,《管理世界》,2009年第3期。
- (18)辛清泉、林斌、王彦超:《政府控制、经理薪酬与资本投资》,《经济研究》,2007年第8期。
- (19)余明桂、回雅甫、潘红波:《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》,《经济研究》,2010年第3期。
- (20)余明桂、潘红波:《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》,2008年第8期。
- (21)张敏、黄继承:《政治关联、多元化与企业风险——来自我国证券市场的经验证据》,《管理世界》,2009年第7期。
- (22)Banker, R. D. and S. M. Datar, 1989, Sensitivity, Precision and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation, *Journal of Accounting Research*, 27, pp.21~39.
- (23)Chen, S., Z. Sun, S. Tang and D. Wu, 2011, Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, 17(2), pp.259~271.
- (24)Claessens, S., E. Feijen and L. Laeven, 2008, Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions, *Journal of Financial Economics*, 88, pp.554~580.
- (25)Core, J. E., R. W. Holthausen and D. F. Larcker, 1999, Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 51, pp.371~406.
- (26)Cyert, R., S. Kang, P. Kumar and A. Shah, 1997, Corporate Governance and the Level of CEO Compensation, Working Paper, Carnegie Mellon University.
- (27)Diñç, S., 2005, Politicians and Banks: Political Influences on Government-owned Banks in Emerging Countries, *Journal of Financial Economics*, 77(2), pp.453~479.
- (28)Faccio, M., 2006, Politically Connected Firms, *American Economic Review*, 96(1), pp.369~386.
- (29)Faccio, M., R. Masulis and J. McConnell, 2006, Political Connections and Corporate Bailouts, *Journal of Finance*, 61(6), pp.2597~2635.
- (30)Fan, J., O. Rui and M. Zhao, 2008, Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases, *Journal of Comparative Economics*, 36(3), pp.343~364.
- (31)Fan, J., T. J. Wong and T. Zhang, 2007, Politically-connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Partially Privatized Firms, *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp.330~357.
- (32)Fan, J., T. J. Wong and T. Zhang, 2012, Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids, *The Journal of Law, Economics and Organization*, forthcoming.
- (33)Fisman, R., 2001, Estimating the Value of Political Connections, *American Economic Review*, 91, pp.1095~1102.
- (34)Heckman, J., 1979, Sample Selection Bias as A Specification Error, *Econometrica*, 47, pp.153~161.
- (35)Hwang, B. and S. Kim, 2009, It Pays to Have Friends, *Journal of Financial Economics*, 93, pp.138~158.
- (36)Johnson, S. and T. Mitton, 2003, Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia, *Journal of Financial Economics*, 67, pp.351~382.
- (37)Khawaja, A. and A. Mian, 2005, Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent-seeking in an Emerging Financial Market, *Quarterly Journal of Economics*, 120(4), pp.1371~1411.
- (38)Leuz, C. and F. Oberholzer-Gee, 2006, Political Relations, Global Financing and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia, *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp.411~439.

- A Probe, in the Perspective of the Financial Agglomeration, into the Way of the Economic Growth of China's Big Cities
..... Zhao Xiaoxia
- The Social Development and the Social Policy: International Experience and China's Reform
..... Zhou Chao and Wang Guanglong
- A Study on the Mechanism of Giving Early Warning in the Labor Relations in Firms..... Zhou Li
- The Stock Holding of QFII, the Nature of the Property Right, and the Constraint of Firm's Financing
..... Deng Chuan and Sun Jinjin
- An Analysis of the Model of Centipede Game Formed by the Alliance of the Travel Agency ... Yao Guorong and Lu Lin
- The Design and the Analysis of the Arrangement of the Fish Bone in the Storing Areas of Distribution
..... Zhou Li, Guo Jian and Zhu Jie

The ABSTRACT OF SELECTED ARTICLES

Do Fiscal Rules Exist in China?

Zhang Zuomin

In the framework of the dynamic stochastic general equilibrium, and by the use of the Bayesian estimation method and the shock decomposition method, we have tested the existence of the fiscal rules in China and analyzed their effects on the economic system. The main conclusion we have made are as follows: (1) a complete rule or a complete discretion-directed fiscal policy style does not exist in China, but the nature of the rule can, indeed, play an important role in explaining China's fiscal policy; the nature of the rule has explained the most part of the change of the government investment, about 50% change of the effective indirect tax rate, and a part of the change of the government general expenditure and the effective direct tax rate; (2) The hypothesis, made by foreign researchers, that fiscal rules are fiscal policies adjusted according to the output gap and the government debt, cannot be best geared to the reality of China, while the other hypothesis that fiscal rules are fiscal policies adjusted according to the output gap and ratio of deficit to GDP is more suitable for China than the previous one; (3) the fiscal rules possess the character of the administration, and when Wen Jiabao was the Premier, fiscal rules are more obvious in governmental investment and tax policy; (4) the economic system tends to be more fluctuated when facing the technological shock if the government carries fiscal policies according to fiscal rules; (5) the increase of the nature of rules of the financial policies is beneficial to the rise of the social welfare.

The Political Connections, the CEO's Salary, and Firm's Future Management Performances

Tang Song and Sun Zheng

Combining closely China's institutional background, we have investigated the effect of the political connections on CEO's salary in the firms of the nature of different property right, and the impact of this impact on the future operation performances. Taking as a specimen non-financial A-share listed companies between 2001 and 2011, we have found that, after other economic factors that impact on CEO's salary and the factors of the corporate management are controlled, no matter in SOEs or non-SOEs, all CEOs of politically connected firms obtained significantly high salaries. However, in the state-owned, CEO's excess compensation resulted from the political connection is negatively related to company's future firm performances, however, in non-national firms, the excessive salary led by the political link is obviously and negatively related to company's future operation performances; but in non-national enterprises, the excessive salary resulted from the political link is positively related to company's future operation performances. These

results indicate that the excessive salary obtained by the CEOs of non-national enterprises in the political connections is an opportunist behavior that harms firm's future performances, and that, however, the excessive salary obtained by the CEOs of non-national firms in political links is a kind of compensation and encouragement for relatively great ability of seeking rent. Furthermore, by further tests we have also discovered that, in the national firms controlled by the centre government, and in the regions in which the government intervention is relatively stronger, more severe is the problem of the excessive salary obtained by the CEOs in the national firms with the political links.

No Mistake and Having Meritorious Deed : The Text Information in Independent Directors' Opinions

Zhao Ziyue

China's independent directors (ID) have seldom aired their opinions on related party-transaction, but in their clean opinions they expressed, two kinds of feelings, that is, "no mistake" and "having meritorious deed", exist noticeably. In this study, we have probed whether the ID distinguish characters' emotion and transfer signal to the market according to the local type of the language rules and not to negating the language environment. The results of our examination indicate that, firstly, compared with the opinion of the type of "no mistake", the opinion of the type of "having meritorious deed" has produced 0.7% of the event excessive income in the short window of $[-1, 1]$, and refused the zero hypothesis on the level that is lower than 1% of the double tail level. Secondly, in the aspect of the characteristics of the ID, the generalization of the sex has promoted the word excessive income and the line of the ID and the law experts have no obvious adjusting effects, and the relationship among schoolmates of the ID and other directors will, to some extent, weaken the characters' effects. Thirdly, when the greater the degree of separation of the specimen company compared with the cash flow right, the greater the opportunist probability in alliance transaction, the less the excessive salary of the characters' signal. The comprehensive results show that the average value of the reaction to the event of $[-1, 1]$ of all clean opinions is zero, and the characters' feeling has, by coincidence, divided them into two obvious non-zero groups, including -0.3% of the "no mistake" group and +0.4% of the group of "having meritorious deed", and that this has proved the characters' information can provide incremental information to the control target of the type of figures. Our conclusion can be helpful to understanding that the characteristic that the local ID perform their duties with the help of characters' feeling and not with negative opinions.

Editor in Chief:	Li Kemu
Vice Chief_Editor:	Tian Yuan, He Shaohua, Lu Jian & Jiang Dongsheng
General Editor:	Xie Yue
President:	Gao Yanjing
Sponsor:	Development Research Centre of the State Council, P.R.C.
Add:	No.8 Dazhongsi, Donglou, Beijing, China
Tel:	(010)62112235 62111169

MANAGEMENT WORLD
Original Name: ADMINISTRATIVE WORLD