分类号： 密 级 ：

学 号：2010111030 单位代码：10759

**石河子大学**

**硕** 士 学 位 论 文



管理层权力、薪酬契约和企业价值

|  |  |
| --- | --- |
| 学 位 申 请 人 | **刘 宁** |
| 指 导 教 师 | **白俊 教授** |
| 申请学位门类级别 | **管理学 硕士** |
| 学 科 、 专 业 名 称 | **会计学** |
| 研 究 方 向 | **财务理论与方法** |
| 所 在 学 院 | **经济与管理学院** |

中国·新疆·石河子

2013 年 05 月

**Management power, Compensation contracts and Corporate value**

A Dissertation Submitted to

**Shihezi** University

In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of

**Master of Management Science**

By

Liu Ning

**（Accounting）**

Dissertation Supervisor：Prof. Bai Jun

May，2013

**石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明**学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名： 时间： 年 月 日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文用于赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅。有权将学位论文的内容编入有关数据进行检索。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 研究生签名： | 时间： | 年 | 月 | 日 |
| 导师签名： | 时间： | 年 | 月 | 日 |

摘 要

薪酬收入问题是收入分配问题的重要组成部分，是学者一直关注的焦点。通过不断改革，我国上市公司逐渐建立起以企业业绩为基础的薪酬制度，并且随着市场化的改革，薪酬业绩敏感性逐渐上升。但是为了缩短收入差距，政府不断推出新政策，着重限制高收入，尤其是在国有企业，对高管实行薪酬管制。但是，为了获取私利，公司高管可能凭借手中权力在很大程度上有动机和能力影响甚至决定自己的薪酬并运用权力寻租或者通过其他隐藏性途径达到目的，从而损害企业价值。管理层薪酬契约激励并不必然是解决代理问题的工具，它自身也可能成为代理问题的一部分。因此，正是基于这一思路，结合我国企业产权性质，本文对管理层权力、薪酬契约和企业价值之间的关系进行了研究。

本文采用我国上市公司2006-2010年的档案数据，综合运用实证研究与规范研究相结合的方法，在国内外相关研究成果的基础，针对不同产权性质下管理层权力、薪酬契约和企业价值之间的关系进行了研究。

本文研究结果发现：在当前的制度背景下，薪酬契约仍然具有一定的激励作用。相比国有企业，货币薪酬的激励作用在非国有企业更为突出一些，进一步验证了国有企业代理效率低下的问题，原因是在国有企业中存在薪酬管制，国有企业高管追求的是政治意图和职位的提升，而不关心货币薪酬的高低，导致货币薪酬激励作用大打折扣。另外，我们看到的是在职消费的效率观，它的存在具有一定的合理性。在国有企业中，在职消费作为隐性激励弥补了薪酬管制所带来的货币薪酬激励不足的缺陷，成为货币薪酬的替代选择。非国有企业高管在职消费高于国有企业，但是并没有导致企业价值降低，至少对于经营业绩的负相关程度较低。进一步，本文考虑了管理层权力对薪酬契约的影响，结果发现高管有动机并有能力利用权力影响薪酬契约，甚至可以操纵自己的薪酬水平，通过获取超额薪酬来满足自身需求。但是在不同的产权性质下，影响侧重点也不同。国有企业高管更倾向利用其权力来提高在职消费，原因可能由于薪酬管制的存在以及上级部门、政府以及相关法律政策的监督和约束，高管选择了隐蔽性的方式即利用权力获取超额在职消费，对企业价值造成很大负面影响。在非国有企业，高管和股东兼职，高管享有很大权力，管理层权力增强了超额货币薪酬对企业价值的正面影响，超额在职消费虽然对企业价值产生负面影响，但是管理层权力并没有进一步加重此负面影响。

关键词：管理层权力； 货币薪酬； 在职消费； 企业价值； 产权性质

**Abstract**

Salary income scholars have been paid attention to is an important part of the income distribution problem. Pay system based on corporate performance have been gradually established by continuous reform in China's listed companies and pay performance sensitivity gradually increased with the market-oriented reform. However, in order to reduce the income gap, the government has introduced a list of policy focused on limiting high-income, especially in state-owned enterprises the implementation of the remuneration of executives is controlled. However, in order to obtain personal gain, the executives, in large part, may the motivation and the ability to influence and even determine their own remuneration and use of rent-seeking by virtue of their power, or achieve their goals through other hidden ways to the detriment of the enterprise value. Management compensation contract incentives are not necessarily the tools to solve the agency problem, itself may also become part of the agency problem.

In this paper, by using a sample of listed companies in China from 2001 to 2010 and combining the research methods of archival and normative together, we studied the relationship of management power, compensation contracts and corporate value.

The results of this study found that: In the current system context, compensation contract still have some incentive. Monetary incentive pay is more prominent in the non-state-owned enterprises than in state-owned enterprises, further showing validation agent inefficient in state-owned enterprises the reason is that under the remuneration control in state-owned enterprises, executives pursue the incentive target ddiversifie, political intentions and positions to enhance co-exist with the economic interests of the target. In addition, we see job consumption efficiency concept, which has a certain rationality. In state-owned enterprises, on-the-job consumption as an implicit incentive make up for the lack of monetary incentive pay remuneration under the control defects, becoming an alternative to the monetary remuneration. In non-state-owned enterprise executives working consumption is higher than in the state-owned enterprises, but does not lead to lower enterprise value, at least for the operating results of the negative correlation. In this paper, Considering further management powers to pay contract, we found that executives have motivation and ability to take advantage of the power to affect the compensation contract and even manipulate their own pay levels to get excess pay to meet their own needs. However, the different nature of property rights, the impact of focus differ. Executives of state-owned enterprises is more inclined to use its powers to improve the working consumer due to the existence of the higher the remuneration control of authorities and supervision and restraint of government and legal policy, management executives with less power select a hidden way that power to acquire the Over-the-job consumption, causing a great negative impact on corporate value. Enjoy a lot of power in the non-state-owned enterprises, executives and shareholders of part-time, executive management powers to enhance the the excess monetary remuneration a positive impact on the enterprise value. Over-the-job consumption increased negative impact on the enterprise value, but management authority not further aggravate the negative impact of this.

**Key words**: Management power; Compensation contracts; Corporate value

目 录

[摘 要](#_Toc686863243) 3

**[Abstract](#_Toc686863244)** 3

[第一章 绪论](#_Toc686863245) 5

[1.1 选题背景](#_Toc686863246) 5

[1.2 研究意义](#_Toc686863247) 5

[1.3 国内外相关研究](#_Toc686863248) 5

[1.3.1 国外相关研究](#_Toc686863249) 5

[1.3.2 国内研究现状](#_Toc686863250) 5

[1.3.3 国内外研究现状述评与小结](#_Toc686863251) 5

[1.4 研究内容、方法、内容框架和创新之处](#_Toc686863252) 6

[1.4.1 研究内容](#_Toc686863253) 6

[1.4.2 研究方法](#_Toc686863254) 6

[1.4.3 创新之处](#_Toc686863255) 6

[1.4.4 内容框架](#_Toc686863256) 6

[第二章 基本概念的界定和相关基础理论分析](#_Toc686863257) 6

[2.1 基本概念的界定](#_Toc686863258) 6

[2.1.1 高管的界定](#_Toc686863259) 7

[2.1.2 薪酬契约的界定](#_Toc686863260) 7

[2.1.3 管理层权力的界定](#_Toc686863261) 7

[2.2 基本理论分析](#_Toc686863262) 7

[2.2.1 委托代理理论](#_Toc686863263) 7

[2.2.2 最优契约理论](#_Toc686863264) 7

[2.2.3 管理层权力理论](#_Toc686863265) 7

[第三章 研究假设的提出](#_Toc686863266) 7

[3.1 薪酬契约与企业价值](#_Toc686863267) 7

[3.1.1 不同产权性质下货币薪酬与企业价值](#_Toc686863268) 7

[3.1.2 不同产权性质下在职消费与企业价值](#_Toc686863269) 8

[3.2 管理层权力、超额薪酬和企业价值](#_Toc686863270) 8

[3.2.1 管理层权力概述](#_Toc686863271) 8

[3.2.2 不同产权性质下管理层权力、超额薪酬和企业价值](#_Toc686863272) 8

[第四章 研究设计及实证结果分析](#_Toc686863273) 9

[4.1 相关变量指标的选取](#_Toc686863274) 9

[4.1.1 企业价值的度量](#_Toc686863275) 9

[4.1.2 薪酬契约的度量](#_Toc686863276) 9

[4.1.3 管理层权力的度量](#_Toc686863277) 9

[4.1.4 控制变量的度量](#_Toc686863278) 9

[4.2 数据来源及样本选择](#_Toc686863279) 11

[4.3 计量模型设计](#_Toc686863280) 12

[4.3.1 薪酬契约和企业价值](#_Toc686863281) 12

[4.3.2 管理层权力、薪酬契约和企业价值](#_Toc686863282) 12

[4.4 样本描述性统计](#_Toc686863283) 12

[4.4.1 样本描述性统计](#_Toc686863284) 12

[4.4.2 相关性分析结果](#_Toc686863285) 16

[4.5 实证结果与分析](#_Toc686863286) 18

[4.5.1 薪酬契约与企业价值](#_Toc686863287) 18

[4.5.2 不同产权性质下管理层权力、超额薪酬与企业价值](#_Toc686863288) 20

[4.6 稳健性检验](#_Toc686863289) 22

[第五章 研究结论、研究不足及政策建议](#_Toc686863290) 31

[5.1 研究结论](#_Toc686863291) 31

[5.2 研究不足](#_Toc686863292) 31

[5.3 政策建议](#_Toc686863293) 31

[参考文献](#_Toc686863294) 31

[作者简介](#_Toc686863295) 34

# 第一章 绪论

收入问题是当今社会关注的焦点问题，而薪酬属于收入的一部分，作为公司治理机制的重要组成部分，薪酬问题自然成为学者们所研究的热点问题。为了调整收入结构，政府不断出台各种政策并着重强调限制高收入①，特别是国有企业高管的收入，导致了薪酬契约对高管无法有效地发挥应有的激励作用。再加上在我国上市公司中日益庞大的管理层权力格局逐渐形成，可能会对企业薪酬契约的激励作用造成一定的冲击，进一步影响到企业薪酬契约的设计。因此，本章将主要介绍本文的选题背景、并结合制度背景研究管理层权力、薪酬契约的相应意义，以及目前国内外的研究现状。

## 1.1 选题背景

现代企业治理中，经营权与所有权相分离，高管作为代理人与委托人的目标不是完全一致的，高管不是总是遵循股东利益最大化原则行事。而一直以来薪酬契约被认为是缓解股东与高管之间矛盾，减少代理成本的关键。如果薪酬契约设计得当，能够起到有效降低股东与高管之间代理成本的作用，促进并激励高管努力工作，减少懒惰，提高企业价值；反之，如果薪酬契约设计不当，会导致对高管激励作用失效，高管会为追求自身利益而牺牲股东利益，最终激化股东与高管之间的矛盾。

20多年来渐进式的改革探索中，政府三令五申，强调深化收入分配制度改革的重要性，经过不断改革，中国企业薪酬制度逐步引入市场化因素，从而具有了业绩薪酬的特征。但是，政府在出台政策时鼓励提高劳动收入占初次分配水平的比重的同时也着重强调限制高收入，特别是国有企业和国有金融企业高管人员的收入，例如“十二五”规划，这样高管的薪酬水平很显然成为限制的对象，对高管薪酬契约的激励作用带来很多负面影响。而有效的薪酬契约依赖于更为基础的治理机制，但是由于董事会、经理人市场、资本市场和控制权市场以及股东权力运作过程存在的固有缺陷，高管薪酬契约沦为管理层权力控制下的产物。在不同的产权背景下，管理层权力的形成机制也不同。随着市场化改革的深入，国有企业高管逐步获得了生产经营、投资、融资和人事等方面的自主权，企业高管权力不断壮大。在非国有企业，企业高管往往与股东合职，天然地赋予非国有企业高管极大的权力。管理层权力增强意味着作为股东代理人的高管掌握了企业内部大部分资源配置权力。为了保证个人利益不受侵害，高管可以利用拥有的权力获取私人收益，在高管薪酬机制实施过程中，高管自定薪酬，薪酬与考核的业绩不挂钩等不合理的现象变的屡见不鲜。高管薪酬契约的制定存在着失控和无序的状态，激励作用大打折扣，企业价值降低，使得薪酬契约成为委托代理的一部分，更激化了股东和管理层之间的矛盾。

总之，对企业而言，高管的作用越来越突出，管理层权力带来的影响也越来越大，同时对高管的监督越来越困难，对高管的激励越来越重要。伴随着高管职能的转变，高

①温家宝总理在针对调节收入分配问题上强调，要限制高收入者的收入，特别是国有企业和国有金融企业高管人员的收入。

管薪酬契约的内容也必须相应做出调整。因此，本文则尝试以不同产权制度为背景，从管理层权力的角度研究薪酬契约的有效性及管理层权力对薪酬契约的影响具有重要意义。

## 1.2 研究意义

收入分配改革的不断深入，中国企业薪酬制度逐步引入市场化因素，从而具有了业绩薪酬的特征。薪酬契约机制是公司治理机制中的热点问题，被认为是解决委托代理问题的有效机制之一，那么薪酬契约就成为了影响企业价值的重要因素之一。但是，由于政府着重强调限制高收入以及实践中薪酬管制的存在，尤其是在国有企业，薪酬契约的激励作用可能会大打折扣。另外，有效的薪酬契约依赖于更为基础的治理机制，但是由于董事会、市场约束以及股东权力运作过程存在的固有缺陷，高管薪酬契约沦为管理层权力控制下的产物，这种管理层权力格局有可能会加深薪酬契约本身成为代理成本的程度。

因此，我们以高管薪酬契约为切入点，研究薪酬契约和企业价值之间的关系，管理层权力对薪酬契约的影响，一方面通过分析来检验薪酬契约激励作用的有效性，以及如何限制管理层权力对薪酬契约的负面影响，真正建立一个有效激励的高管薪酬制度，为企业更全面，深层次的解决高管和股东之间的委托代理问题提供重要的理论依据；另一方面为未来收入分配政策制定，如何有效限制高收入，缩短收入差距提供新的视角和证据，具有重要现实意义。

## 1.3 国内外相关研究

高管的薪酬契约通常被视为减轻代理问题、提高企业价值的一种重要的公司治理机制。但由于薪酬契约的制定是以一系列制度背景为基础，发挥的作用也不同。因此，由于国内外所处的制度背景不同，对薪酬契约的研究结果也存在较大差异。

### 1.3.1 国外相关研究

从上世纪二十年代关于薪酬契约的研究，西方学者开始主要集中于货币薪酬，研究则认为货币薪酬与业绩之间不存在确切联系，如Murphy和Salter（1975），Figler和Lutz

（1991），Madura，Martin和Jessel（1996）发现薪酬的变化与资产回报的变化在统计上不存在显著的关系。Jensen和Murphy（1990b）的研究表明，货币薪酬的变化对企业业绩的变化并不敏感。由于西方国家经济发展较快，于是薪酬与业绩挂钩的薪酬激励机制就发展起来了。将高管薪酬和企业业绩联系是西方企业管理制度体现激励制约机制和解决代理问题的一种通行做法。Murphy（1984）认为企业业绩依赖于高管的努力，由于高管努力程度无法被直接观测，他利用薪酬业绩敏感性原理检查了最为理想的薪酬计划，也就是业绩薪酬。学者进一步指出，当高管薪酬与企业业绩的敏感性过低时，薪酬契约就无法发挥有效的激励作用，Hall和Liebman（1998）也同时强调，当薪酬业绩敏感度变小时，可能导致高管薪酬水平较大的波动。货币薪酬除了与业绩相挂钩外，也会受到了企业内部特征如企业风险、企业规模以及现金流量等方面的影响（Jensen和Meckling，

1976），同时高管的薪酬也会受同行业平均收益的影响（Gibbons和Murphy, 1990）。也有观点提出认为高管年龄会影响薪酬，尤其是当接近退休年龄时，往往需要更多的货币薪酬激励。还有学者指出，薪酬的形式比绝对数量更能激励高管增加企业价值。

与货币薪酬相对应的，在职消费作为隐性激励方式同样对企业价值产生重要影响。目前对在职消费的观点有两种：效率观和代理观。从效率观的角度认为，在职消费能对高管起到正面的激励作用，它在一定程度上相当于管理层所获得的隐性货币薪酬（Rajan和Wulf, 2006; Chen et al．, 2010）。也有学者从代理观的角度认为在职消费具有一定的负面经济后果，是两权分离下代理成本的一种表现形式，会使企业的价值降低（Berle和Means, 1932; Jensen 和Meckling, 1986; Rajan和Wulf, 2006）。从委托代理的角度看在职消费的外生性，由于信息不对称，高管很可能背离委托人的利益行事，而不会总是按照委托人利益最大化原则行动。为了减少高管的败德行为，委托人建立了各种激励和约束机制，但绝对不可能完全杜绝（Jensen 和Meckling, 1976）。因此，高管就容易倾向于增加非货币性薪酬，比如在职消费，以实现自身效用最大化。从股权结构角度来解释超额在职消费产生的可能性，当高管持有公司的股份越少时，承担的责任就越少，缺乏共担风险的意识，因此，在满足私人消费需求时自己负担的成本就越少，从而导致更严重的在职消费行为。

Bebchuk和Fried在总结大量实证研究文献的基础上，系统阐述了决定管理层薪酬契约的两种理论：最优契约理论和管理层权力理论。他们认为最优契约理论是制定并实施薪酬契约的理论基础，实现薪酬与业绩相挂钩。但是考虑到契约的不完备性，进一步提出管理层权力理论，指出高管有能力有动机影响自己的薪酬，并运用权力寻租。他们得出的最终结论是：高管薪酬契约并不是解决代理问题的有效方法，它不但没有解决委托代理问题，自身反而可能成为代理问题的一部分。在此基础上，大量的学者从实证角度验证了管理层权力对薪酬契约、企业价值的影响。学者分别从CEO的任期、两职兼任、董事会的规模、薪酬委员会质量等角度衡量管理者权力，进一步研究了薪酬契约和企业价值（Core等, 1999; Cyert等, 2002; Fahlenbrach, 2009; Sun和Cahan, 2009）。通过CEO的任期、两职兼任、董事会的规模等来描述管理层权力，研究发现CEO的权力能显著的提高其薪酬绝对数量，更进一步指出这种关系是受企业业绩的影响。Cheng

（2005）认为企业高管权力越大，当企业业绩良好时，薪酬业绩敏感性则会更强；当企业出现亏损，业绩很差时，薪酬业绩敏感性就减弱，表现出明显的非对称性。Duffhues和Kabir（2008）研究表明，当高管的薪酬与企业的绩效呈负相关时，管理层权力会进一步加重薪酬业绩的负相关性，最终影响企业价值。

总体来看，国外对薪酬契约、管理层权力已经展开各方面的研究，管理层权力理论解释了很多最优契约理论不能够解释的“薪酬之谜”。因此，我们认为管理层权力理论是对最优契约理论模型有力的补充，两种理论在一定程度上是同时发生作用的。

### 1.3.2 国内研究现状

经过不断市场化改革，我国的薪酬契约机制逐步实现了与企业业绩相挂钩，国内关

于薪酬契约与企业价值关系的研究也随之升温，更多的是结合我国特殊的制度背景来研究。

有关货币薪酬，目前主要存在两种观点。一种观点是高管人员的薪酬与公司价值并不存在显著的相关关系（魏刚，2000；李增泉，2000），另一种观点是高管的报酬与企业价值存在显著的正相关关系（张俊瑞等，2003；杜兴强和王丽华，2007）。这可能因为研究的时间段跨越太长，另外就是可能由于我国的薪酬制度改革正处在不断完善过程中，薪酬与绩效的敏感程度也逐渐提高，所以会出现上述两种观点，不过目前的研究倾向于后者。考虑产权的影响，非国有企业的薪酬业绩敏感性要高于国有企业（周仁俊等，

2010）。上述研究只是考虑了企业的产权性质或者行政级别，但也有学者从不同的角度研究了薪酬与企业价值的关系，比如行业竞争（刘凤委，孙铮，李增泉，2007）、市场化进程（辛清泉，谭伟强，2009；陈信元，陈冬华，万华林，梁上坤，2009；陈冬华，梁上坤，蒋德权，2010）。

结合目前的制度背景，关于在职消费目前虽然存在两种观点：代理观和效率观，但是在国内很多学者的观点主要集中于在职消费的代理观，这种代理观在国有企业更为突出。陈冬华等（2005）认为，在国有企业中，由于薪酬管制，在职消费成为经营管理者的替代性选择。然而，这种内生于薪酬约束的在职消费，并不能形成激励效率，在职消费越高，经营绩效越低，而且国有企业比非国有企业在职消费对经营业绩的降低作用更加显著。然而，也有学者认为在职消费具有激励作用。姜付秀和张敏（2009）认为，在中国，高管获得的货币薪酬相对来说是比较少的，高管会对企业有着较强的依赖性，而在职消费会进一步强化这种依赖性，这样会促使高管为维持目前的消费水平而努力工作，实现高管和企业的“双赢”，从而提升企业价值。在高管薪酬受到严格管制的国有企业中，在职消费对高管的激励作用可能会更强。目前来讲，在职消费代理观和效率观都有一定的合理性，但是学者们并未达成一致。另外，对在职消费的研究大部分集中于国有企业，鲜有文章关注非国有企业，大部分只是在实证研究部分通过与国有企业相对比来说明二者的差异，缺少详细的理论分析，这是现有研究的不足。

由于权力和高管密不可分，高管也是通过权力来完成所有者赋予的委托义务，因此研究高管薪酬契约必须要考虑到管理层权力，而管理层权力的直接影响对象就是薪酬契约。国内对管理者权力的研究起步比较晚，现有文献对管理层权力的研究较多集中于管理层权力对高管薪酬契约有效性的影响，研究表明，在我国，管理层权力可能使得薪酬激励本身成为代理问题的一部分（卢锐，2007），而且高管的薪酬水平随着其控制权的增加而显著提高，与国有企业相比，非国有企业的高管更容易利用其控制权来提高自身的薪酬水平（吴育辉，吴世农，2010）。高管高薪并未有效降低公司的代理成本，反而提高了代理成本。在管理层权力的影响下，我国上市公司的高管在其薪酬制定中存在明显的自利行为，且这种自利行为降低或者消除了薪酬的激励作用（吕长江，2008；吴育辉，吴世农，2010；权小锋，吴世农，文芳，2010）。另外方军雄（2011）还发现，由于薪酬的粘性和业绩敏感性，中国上市公司薪酬存在较为严重的“尺蠖效应”。

以上的焦点还是在于货币薪酬，然而国内学术界针对在职消费问题的研究很少有人考虑高管权力的影响，大多将在职消费看作是管理层控制权收益的一部分，是权力的派生物。高管权力越大，会花费更大的在职消费，而业绩却未明显改善。学者结合不同的产权制度来分析高管权力，以及高管权力对在职消费的影响。卢锐（2008）认为，在职消费是与权力联系在一起的，相对于国有企业，非国有企业高管拥有的权力更大，在职消费更高，但是业绩却更差。薪酬契约的不完全性决定了在职消费的不确定，因此，高管有可能利用这种不完全性实施机会主义行为，过度使用在职消费。权小峰、吴世农、文芳（2010）从国有企业行政级别上分析了高管权力与在职消费的关系，认为国企高管权力越大，其获取的私有收益越高，但央企和地方国企管理层在利用权力影响获取私有收益的行为侧重点有明显差异，进一步突出央企高管偏好隐性的在职消费。

### 1.3.3 国内外研究现状述评与小结

纵观国内外相关文献，在对薪酬契约的研究上，我们看出学者取得了丰富的研究成果，针对我国特殊的制度背景，从20多年来渐进式的改革探索中到中国企业薪酬制度逐步引入市场化因素具有了业绩薪酬的特征几乎都有涉及。但是对于国内学者来说，管理层激励问题研究比较晚，尤其是管理层权力方面处于刚起步阶段，存在很多不足的地方。

第一，在职消费也是薪酬契约的一个重要方面，属于隐性激励，而现有研究对薪酬契约的研究主要集中在显性方面（货币薪酬），已有的研究忽略了以在职消费为主的隐性激励，在职消费内生于企业面临的薪酬管制约束，成为管理层在显性激励不足时的一种替代性选择（陈冬华等，2005）。对在职消费的研究也大多集中于国有企业，而较少关注非国有企业，大部分只是在实证研究部分通过与国有企业相对比来说明二者的差异，缺少详细的理论分析，这是现有研究的不足。

第二，高管的作用越来越突出，管理层权力形成并不断成长，高管能够利用手中的权力去影响其薪酬，进而对企业价值产生影响，在不同的产权背景下，也会产生不同的影响。对高管薪酬契约与企业价值关系的研究，虽然考虑了管理层权力的影响，但是没有对管理层权力对薪酬契约影响的侧重点详细区分，再加上不同的产权背景，侧重点会有很大区别。

## 1.4 研究内容、方法、内容框架和创新之处

### 1.4.1 研究内容

本文主要包括以下几个部分，具体内容如下：

第一部分：对本文的研究背景、研究意义、研究内容、研究思路、创新之处以及国内外研究现状进行简要分析。

第二部分：系统的梳理国内外管理层权力、薪酬契约与企业价值的文献，并在此基础上进行总结和述评。

第三部分：管理层权力、薪酬契约与企业价值的影响分析。首先分析不同产权性质下薪酬契约对企业价值的影响，然后分析管理层权力对薪酬契约的影响，进而对企业价值的影响，并提出管理层权力、薪酬契约与企业价值的相关理论假设。

第四部分：管理层权力、薪酬契约与企业价值实证研究设计和实证分析结果解释。我们选取会计指标净资产收益率来衡量企业价值，薪酬契约以货币薪酬和在职消费为代表，管理层权力通过对CEO和董事长是否兼职、CEO的任职年限、董事会人数、董事会中内部董事比例、股权分散度五种指标主成分分析合成。本部分包括样本选择、变量定义、模型设定和通过回归模型检验第三部分提出的理论假设，并对实证结果进行理论解释。

第五部分：根据第四部分的实证结果及理论分析总结本文的主要结论及研究的局限性，提出完善我国薪酬契约，以及管理层权力权力约束机制的建议。

### 1.4.2 研究方法

本文拟采用规范研究与实证研究相结合的方法。在理论分析中运用归纳法和总结法力求逻辑和经验高度统一；在规范分析方法中综合运用企业理论、企业经理人与股东的行为理论、委托代理理论及财务理论对企业绩效进行深入细致的研究；实证方面，运用计量分析、图表分析方法，通过数理模型推导，分析各经济变量之间的数量关系，揭示变量的变化趋势，探讨公司治理微观层面的管理层权力、薪酬契约与企业价值之间的关系。

### 1.4.3 创新之处

作为收入的重要因素，薪酬契约是公司治理机制中的热点问题，被认为是解决委托代理问题的有效机制之一。20多年来渐进改革的探索中，中国企业薪酬制度逐步引入市场化因素，从而具有了业绩薪酬的特征。由于政府出台的各项收入政策，同时我国企业中由于权力下放逐步形成管理者权力格局，高管的作用越来越突出。那么高管薪酬契约是否会沦为管理层权力控制下的产物？这种管理者权力格局将会对企业价值产生什么影响？这是本文需要研究的问题。本文的特色在于结合当前的制度背景，以高管薪酬契约为出发点，探讨薪酬契约的有效性和管理层权力为对薪酬契约的影响。可能的主要创新：

（1）既然管理层激励方式由显性激励与其不足时的替代性隐性激励共同组成，则激励效果就应该是显性激励与隐性激励共同作用的结果。对薪酬契约和企业价值的研究应该分别从显性和隐性两个角度去研究，为薪酬契约理论作进一步完善。

（2）国有企业与非国有企业的产权性质不同可能导致二者在委托代理关系方面存在不同的表现，从而体现为管理层激励与企业经营业绩相关程度的差异，本文将分别从货币薪酬和在职消费两个方面，并以企业产权性质为制度背景来分析薪酬契约与企业价值的关系。由于目前对在职消费的研究主要集中于国有企业，对非国有企业的关注不够，本文将考虑非国有企业在职消费与企业价值的影响。

（3）对薪酬契约的研究考虑了管理层权力的影响，结合产权背景研究管理层权力对薪酬契约的具体影响机制及侧重点，为薪酬契约理论提供了有效视角。

### 1.4.4 内容框架

本文结构框架：

委托代理理论

最优契约理论

管理层权力理论

绪 论

概念界定和相关理论

不同产权性质下货币薪酬对企业价值的影响

管理层权力、薪酬契约和企业价值的理论分析和假设

不同产权性质下在职消费对企业价值的影响

管理层权力对薪酬契约及企业价值的影响

提出完善薪酬契约内容、管理层权力权力约束的建议

样本选择、数据说明

管理层权力、薪酬契约和企业价值的实证分析

变量定义

计量模型与实证检验

实证结果分析

# 第二章 基本概念的界定和相关基础理论分析

自20世纪80年代起，管理层薪酬契约问题就已成为我国学术界日益关注的重点。之前的研究主要集中在管理层激励与经营绩效的相关性、影响管理层激励业绩相关性的因素分析。而近年来，国外学者在管理层利用自身权力对高管薪酬契约影响这一研究领域不断拓宽。因此，本章首先从委托代理理论及最优契约理论分析薪酬契约与企业价值的关系，然后再结合目前的管理层权力理论研究分析高管如何影响薪酬契约与企业价值的关系。

## 2.1 基本概念的界定

### 2.1.1 高管的界定

《公司法》中对公司的高级管理人员、控股股东、实际控制人的概念进行了明确界定，其中指出高管是指公司的经理、副经理、财务负责人、上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员。

本文在选取研究对象时，参考了之前大多数学者对高管人员的定义，例如权小峰等

（2010）、方军雄（2011），将上市公司高级经理人员、董事会成员及监事会成员均纳入本研究的范围，主要原因是：关于公司高管的范围，国外研究一般只限定为CEO。但是，由于我国年报中并未要求单独披露CEO或总经理、总裁的薪酬，所以本文选择上市公司年报中披露的“薪酬最高的前三位高管”作为“高管”；在稳健性检验中，本文同时也应用“薪酬最高的前三位董事”作为“高管”。

### 2.1.2 薪酬契约的界定

高管的薪酬契约由一系列子契约的组成，与管理层激励具有一定的区别，激励并不是契约，两者之间具有一定的交集。在薪酬契约中，我们认为薪酬契约包括显性和隐性两部分（Chen et al, 2009）：显性部分以货币薪酬为代表，显性薪酬在合同中都有相应的明文规定。隐性部分以在职消费为代表，隐性契约往往缺乏股东与高管之间的明确说明，即便是有规定，往往非常原则，比较笼统，歧义多而且操作性不强，会导致上级对此的判断往往很主观，缺乏科学性。

在本文，我们的显性契约主要选择的是货币薪酬，用“薪酬最高的前三位高管的薪酬”，取其平均薪酬的自然对数作为高管货币薪酬的衡量指标。在稳健检验部分，我们还选取“薪酬最高的前三位董事”和“现任公司董事、监事及高级管理人员”作为高管进行了研究，分别取其平均薪酬的自然对数作为高管薪酬的衡量指标。隐性契约以在职消费为代表，对在职消费本文采用了从管理费用扣除董事、高管、监事会薪酬总额，坏账准备、存货跌价准备、当年无形资产摊销额的差额与前期总资产的比值来衡量。

### 2.1.3 管理层权力的界定

对管理层权力的界定，国内外文献的观点是相似的。在国外文献中，例如，March

（1966）、Finkelstein（1992）将管理层权力界定为高管执行自身意愿的能力，或者是压制不一致意见的能力。另外，从国内文献来看，肖王楚、张成君（2003）指出了管理层

权责失衡的直接原因，一个是股权的廉价性，另一个是缺乏相应的制衡机制。而最根本的原因是由于公司治理制度的固有缺陷所引发的。

管理层权力是高管执行自身意愿的能力，是剩余控制权的扩张性的体现。管理层权力与公司治理机制是否完善密不可分，尤其当公司内部治理机制弱化，外部约束不足时，就会衍生出“内部人控制”问题，能够凌驾于公司治理机制之上。在现实中，管理层权力是相对的：（1）从董事会的角度来看，董事会对高管有监督的职能，但是当董事会缺乏独立性时就可能导致高管拥有的权力凌驾于董事会之上；（2）从股东的角度来看，当股东权力无法有效行使，比如，国有企业的控股股东是国家，存在严重“所有者缺位”问题，这都可能导致高管摆脱股东的控制。

高管权力壮大会对公司治理机制造成冲击，直接指向目标就是薪酬契约，高管在自身薪酬的获取方面拥有了超越董事会和控股股东的绝对影响力，而其权力操纵的最终后果就是损害企业价值。

## 2.2 基本理论分析

### 2.2.1 委托代理理论

委托代理问题包括两种情况：一是第一类代理冲突，即股东和管理者之间的冲突；二是第二类代理冲突，即控股股东与中小股东之间的冲突。而在本文中，我们主要从薪酬契约、管理层权力角度来研究股东和管理者之间的冲突。

在两权分离的典型特征下，高管作为股东的代言人掌握了企业的资源配置权力。作为委托人的股东不可能实现对拥有私人信息和企业控制权的经理进行全面彻底的监督，由于信息不对称、契约的不完备性及可能存在的不对称地承担行为成本和收益现象，高管不可能完完全全按照股东的意思去决策，他们的理性选择将是偷懒、在职消费或者是

“经理帝国主义”（Jensen和Meckling, 1976; Jensen, 1986, 1993; Stulz, 1988），并由此造成高管与股东的代理冲突。同时，股东和高管的效用函数并非完全一致，因此，理性的高管会努力追求自身效用最大化而不是股东财富最大化，由此产生的代理问题会对企业价值带来严重的损害（Jensen和Meckling，1976；Jensen，1986；Shleifer和Vishny，

1989）。为了缓解股东和高管之间的代理冲突，股东选择相应的公司治理机制来解决委托代理问题，而薪酬契约作为一种重要的公司激励机制被认为是解决委托代理问题的一种有效渠道。然而，高管有动机和能力影响自己的薪酬，并运用权力寻租，在管理层权力格局下，薪酬激励的实施过程中又出现了新的委托代理问题，高管薪酬激励并没有解决代理问题，它自身也可能成为代理问题的一部分，反而导致了更深层次的委托代理问题。

### 2.2.2 最优契约理论

薪酬契约是股东与高管签订的一种长期的关系型契约，在西方，管理层的薪酬契约作为一种重要的公司治理机制，被认为是解决委托代理问题的一种有效渠道。Bebchuk和Fried（2002）在总结大量实证研究文献的基础上，系统阐述了决定管理层薪酬契约的两种理论，其中一种就是最优契约理论。为确保薪酬契约的有效性，根据最优契约理

论，实现高管的薪酬与企业业绩相挂钩，可以在一定程度上约束高管的懈怠行为，激励高管努力工作，基于股东利益最大化原则行事。因此，最优契约理论是制定高管薪酬的一个最基本的理论依据。西方众多文献都以高管薪酬与企业业绩之间的敏感程度来衡量薪酬契约的有效性。基于委托代理理论，对企业高管薪酬水平的决定上，代理理论的最优契约设计方法遵循了完全契约的思想，认为只有高管的薪酬契约与企业业绩相挂钩，才能够实现股东价值最大化。另外，按照最优契约理论，股东大会选举董事会，董事会选聘管理层并确定其薪酬，管理层激励机制运行的基本模式就是这样。在这一模式下，董事会控制和决定高管的薪酬契约，由此可以制定出符合股东利益最大化的薪酬契约

（Jensen和Meekling, 1976；Holmstrom, 1979）。

然而，Bebchuk和Fried认为最优契约理论具有一定的局限性，最优契约理论建立在一定的假设前提之下，最优契约理论发挥作用必须要至少满足三个基本的前提条件：

（1）董事会谈判的有效性；（2）市场约束的有效性；（3）股东能行使权力。但是由于高管、董事会、股东的有限理性，决定了薪酬契约谈判过程中的非合作博弈特征，最优契约理论无法顺利实现。近年来许多文献发现，公司高管在很大程度上能够影响甚至决定自己的薪酬，高管薪酬水平似乎脱离了企业绩效，薪酬契约的激励作用不尽理想状态，薪酬水平明显提高，但是企业业绩不见得很好，最优契约理论因此受到质疑。

### 2.2.3 管理层权力理论

依据最优契约理论，高管的薪酬应该与企业的绩效相关。可是，现实与之不符。由于董事会、外部市场以及股东权力本身的局限性，最优契约假说并不能解释现实中高管薪酬契约激励失效的各种现象。最优契约理论遭到了质疑。Bebchuk和Fried（2002）提出的管理层权力理论能够很充分地解释上述现象。管理层权力理论认为：董事虽然代表股东利益对高管具有监督义务，但是他们和股东之间也存在着代理问题，也就是“监督监督者”的问题，出于自利性，董事可能会对高管具有一定的“纵容”，没有起到严格的监督作用。董事会不可能完全控制高管薪酬契约的设计，甚至有可能，当董事会对高管过于依赖，很容易会被高管“俘获”，那么高管有能力有动机影响自己的薪酬，并运用权力寻租。当高管权力在自定薪酬过程中起着重要作用时，即使存在很强的薪酬业绩敏感性也并不意味着代理成本的减少，因为此时的业绩包含了高管通过盈余管理带来的“噪音”。这样管理层权力就演变成为高管通过合法手段自定薪酬、谋取私利的工具。管理层权力理论打破了理想化的最优契约的假设，解释了很多最优契约理论无法解释的异常现象。该理论传递的信息是：高管薪酬契约激励不但没有有效解决代理问题，它自身反而产生新的问题，成为代理问题的一部分，进一步增加代理成本。

Bebchuk（2002）提出的“管理层权力理论”是对最优契约论的补充，是对最优契约论的继承和发展。但是，高管不可能无限制的侵害股东的利益，否则会面临降薪、失业的风险。因此，只要在一定的范围内不“激怒”股东，通过隐藏的手段，高管还是可以实现内部控制、影响薪酬契约进而实现自身利益最大化。

我国正处于经济转型过程中，旧的薪酬体系正在瓦解，新的薪酬体制将不断完善，

而新的薪酬体制又将会内生出新的代理问题，因此，更全面、更深入地总结并发展国内外薪酬业绩敏感度和管理层权力理论，进一步探究高管权力对公司治理的影响途径，具有一定的理论意义和现实意义。

# 第三章 研究假设的提出

薪酬收入问题是收入分配问题的重要组成部分，是学者一直关注的焦点。通过不断改革，我国上市公司逐渐建立起以企业业绩为基础的薪酬制度，并且随着市场化的改革，薪酬业绩敏感性逐渐上升。但是为了缩短收入差距，政府不断推出新政策着重限制高收入，尤其是在国有企业，对高管实行薪酬管制。但是，为了满足个人需求，保持当前的消费水平不变，公司高管可能凭借手中权力在很大程度上有动机和能力影响甚至决定自己的薪酬并运用权力寻租或者通过其他隐藏性途径达到目的，从而损害企业价值。管理层薪酬契约激励并不必然是解决代理问题的工具，它自身也可能成为代理问题的一部分。因此，我们将研究薪酬契约和企业价值的关系，并结合管理层权力进一步研究高管如何利用权力来影响薪酬契约，并对企业价值的影响。

## 3.1 薪酬契约与企业价值

根据最优契约理论，薪酬和业绩密不可分，相互影响。中国薪酬制度的不断改革，打破了以平均主义为特征的旧的薪酬制度，逐步实现了市场化环境下的新的薪酬制度。自2003年底以来，国资委以及有关部门颁布大量法规，清楚地确定了国有企业高管薪酬与企业业绩相挂钩的原则，并颁布了一系列法规来规范高管的业绩考核。相关实证证据也表明，薪酬与企业业绩相挂钩在上市公司逐渐实现（李维安，张国萍，2005），而且随着市场化进程的不断深化，高管薪酬业绩敏感性也越来越明显（辛清泉，谭伟强，

2009），说明中国上市公司已经基本上建立了以业绩型报酬为特征的薪酬体系。但是，随之而来表现出的是高管与员工之间的薪酬差距越来越大。为了实现收入分配的效率和公平，缩短收入差距，国家不断出台新政策来限制高收入，尤其是国有企业高管收入，例如在“十二五”规划中着重强调实现提高劳动收入占初次分配水平的比重，限制高收入，这无形是给高管戴上“紧箍咒”，势必对高管激励带来困难，再加上国有企业与非国有企业由于产权性质不同，面对的治理环境也不同。因此，我们有必要首先分析在当前制度背景下薪酬契约激励作用的有效性，从而体现为高管薪酬契约与企业价值相关程度的差异。

### 3.1.1 不同产权性质下货币薪酬与企业价值

根据委托代理理论，当高管与股东之间存在信息不对称的时候，股东就要与高管签定薪酬—绩效契约，以减少高管道德风险和逆向选择行为，降低代理成本，从而实现自己的财富最大化。在薪酬业绩契约下，高管的报酬将根据企业的经营业绩来决定。由此可见，货币薪酬与企业价值密切相关并相互影响。

理论和现实并不是统一的。国内外学者通过对企业货币薪酬和企业价值之间的关系进行探讨，得出的结论也不相同。Taussings和Baker（1925）、Jensen和Murphy（1990）的研究结果均显示，高管货币薪酬与企业价值的相关性较小，或者说是货币薪酬对业绩的敏感度极低，而近期Hall 和Liebman（1998）、Giorgio等（2008）则均认为高管货币薪酬与企业价值之间存在显著的正相关关系。国内学者的研究观点各异，魏刚（2000）、

李增泉（2000）等认为，由于我国高管货币薪酬偏低，没有达到预期的激励效果，使得高管货币薪酬与企业价值无显著的相关关系；与此相反，张俊瑞等（2003）、杜兴强和王丽华（2007）却发现高管货币薪酬与企业价值显著正相关，可能是经过不断改革的缘故。

在国有企业中，由于企业内外环境的影响，货币薪酬激励表现出很多问题。第一，国有企业缺乏对高管实施激励的内在动力，导致代理风险加大（苏琦等，2007），原因在于国有企业存在严重的“所有者缺位”，国有资产管理运营体制不完善导致的权责不明确使得初始委托人不能“当家”，无法拥有独享的收益权和自由的转让权。第二，政府部门掌握着对高管的选择权，导致管理者选拔行政化（辛清泉、谭伟强，2009），经理人市场的缺乏使得高管在不存在竞争压力的环境下缺乏提高企业价值的动力，代理效率降低（张淑敏，刘军，2006）。第三，由于长期以来政府干预的存在，国有企业需要承担着诸多政策性目标以满足社会需要（林毅夫等，2004），国有企业相比非国有企业可能会更加注重社会和政治目标，当政治意图和职位的提升与经济利益目标并存时，高管更关注的是政治利益和职位提升，就会缺乏对企业价值的关注（Boyckoet al., 1996;姚洋, 章奇, 2001），货币薪酬激励效果将大打折扣。与此同时，国有企业相比非国有企业可能享有更多的政策优势，拥有更多正式的官方的“关系”（Peng 和Luo, 2000），直接导致国有企业经营业绩与企业高管的努力和才能之间的因果关系模糊，从而削弱了货币薪酬与企业价值的密切关系（陈冬华等，2005）。第四，国有企业对高管实行严格的薪酬管制，其主要的管制手段是将高管薪酬与普通员工的薪酬水平相挂钩，缩短高管和员工的收入差距（朱克江，2003），国有企业高管进行薪酬谈判的权力被剥夺了，使得薪酬安排成为企业选聘高管事先确定好的约束条件，而且随着时间的推移薪酬管制通常会表现出刚性特征，滞后而刚性的薪酬管制可能会逐步使得薪酬安排愈发脱离实际（陈冬华等，2005），高管缺乏工作的动力，阻碍了货币薪酬的激励作用。

在非国有企业中，我们认为先天性的优良环境造就了货币薪酬与企业价值的密切联系。由于非国有企业经营目标比较单一、较少受到政府的干预与支持，先天的面临着激烈的市场竞争环境，为了更清楚的反映出高管的努力程度，这使得其高管货币薪酬自然更多地与企业价值相挂钩（Firth、Fung 和Rui, 2006;辛清泉, 谭伟强, 2009）。市场的竞争性会提供关于企业外部环境的更多信息，噪音会大大减少（Holmstrom和Tirole，

1989）。换言之，在竞争市场里，企业价值在提供高管行动方面的“信息量”更为丰富和准确了。另外，企业资产归股东所有，股东拥有对资产的自由转让权，同时能独享资产的收益，这使得非国有企业股东拥有更强的内在动力来激励和约束高管（周建安、唐楚生，2006），为高管提供与之付出努力程度相匹配的货币薪酬。由于非国有企业经理人市场比国有企业更成熟，高管会面对更大的市场压力（Kato和Long, 2006），在信息不对称情况下，对高管行动无法直接观察，企业业绩就变成了衡量高管才能和努力的一个重要指标。

综上所述，我们看出，在国有企业中高管货币薪酬对高管的激励作用是有限的。而

在非国有企业中，高管货币薪酬与企业价值之间的关系应该更为紧密，起到相应的激励作用。由此提出假设：

H1：货币薪酬激励对企业价值具有促进作用，并且这种促进作用在非国有企业中更为显著。

### 3.1.2 不同产权性质下在职消费与企业价值

从委托代理的角度出发，高管出于自利性和有限理性，不会完全以实现股东利益最大化为原则（Jensen 和Meckling, 1976）。股东建立了一系列激励和约束机制来限制高管背离股东利益的行为，但绝对不可能完全杜绝。如果不考虑监督高管的问题，如果高管可以对津贴水平自由选择，那么他们就会选择增加其他非货币性收入，例如在职消费，来实现自身效用最大化，原因是他们仅仅需要承担该成本的一部分。尤其是高管自身持有的股份越少，承担的责任就越少，缺乏共担风险的意识，因此，在满足私人消费需求时自己负担的成本就越少，就会越倾向于享受更多的在职消费。在国内，对在职消费的研究更偏重于强调我国特殊的制度背景，不同的产权制度背景下，在职消费表现出的作用也不同。

在国有企业中，由于长期存在行政干预、预算软约束和薪酬管制等原因，基于业绩的货币薪酬安排无法有效实施，就会替代性地形成非货币薪酬形式的薪酬契约体系，而在职消费正是其中的一种（陈冬华，梁上坤，蒋德权，2010），这是目前我国国有企业高管薪酬契约的大体现状。尽管现状如此，出于企业正常经营的需要，再加上薪酬契约的不完备性，在职消费仍然具有一定的合理性，在我国国有企业高管货币薪酬受到管制的情况下，在职消费可能部分代替了货币薪酬的激励功能，和货币薪酬一样，对企业价值有一定的促进作用。甚至，我们认为，在职消费在我国国有企业高管激励中发挥更大的作用，占据更为重要的地位。首先，由于信息不对称，在国有企业中很难为高管提供与之付出努力程度相匹配的货币薪酬水平，而这一难题则可以通过在职消费的隐性调节来实现，因此，在职消费在一定程度上可以实现高管的自我激励。其次，为了使得股东更容易辨认高管的实际努力程度，减少高管的败德行为，需要减少行政干预和多元化目标（Ades和Ditella, 1999）。当政府与市场的关系越密切，企业所承担的政府加诸的目标就越趋于多元化，高管的败德行为可能会更多，那么在这种情形下，由于在职消费契约属于隐性契约，因此政府更容易通过在职消费来约束高管，减少代理成本来提高企业价值。如果仅仅都是纯粹的显性的货币薪酬，那么高管可以完全只根据薪酬契约上预先的约定，仅仅关注企业的会计业绩，而忽略政府其它的目标。因此从这个角度上来说，在职消费可能更容易帮助实现政府多元目标（陈冬华等，2010），减少高管的败德行为，提高企业价值。综上所述，我们可以看出，在国有企业在职消费的采用具有一定的合理性，弥补了货币薪酬的不足，具有一定的激励作用，促进企业价值的提高。

现有文献对在职消费的研究主要放在国有企业，对非国有企业中在职消费的研究比较少。相比国有企业，非国有企业不存在薪酬管制，先天性地处于市场化的竞争环境中，很自然地建立起以货币薪酬等显性薪酬为主的薪酬契约，在职消费就可能让位于正式

的、市场化的货币薪酬契约（辛清泉，谭伟强，2009；陈信元，陈冬华，万华林，梁上坤，2010），这样，在职消费即使会对企业价值产生负面影响，也会相应减少。虽然非国有企业的在职消费相比国有企业绝对数量较高一些（卢锐，2008），也有可能是出于高管自我激励的需要，但至少不会增加对企业价值的负面影响（周仁俊等，2010）。另外，从委托代理的角度来看，由于缺乏有效监督和约束，高管可以利用其拥有的信息优势来满足私人收益，而在职消费只是其中一种手段。由于在我国资本市场中，第二类代理问题尤其比较突出，存在严重的大股东利益侵占问题（李增泉，孙铮，王志伟，2004），那么，在非国有企业中，第一类代理问题并不突出，在职消费对企业价值的负面作用也就不明显。高管和大股东身份常常重合，高管更倾向于关联交易、资产并购等一系列手段侵害中小股东的利益，相比之下，通过在职消费来获取收益较少，当然我们不能排除对企业价值有负面影响。

在这里，我们提出假设：

H2：在国有企业中，在职消费对企业价值具有促进作用；在非国有企业中，在职消费对企业价值不具有促进作用。

## 3.2 管理层权力、超额薪酬和企业价值

### 3.2.1 管理层权力概述

当正常合理的收入无法满足高管需求时，高管往往选择利用手中的权利任意挥霍公司资产以满足个人私欲，尤其是当企业现金流比较充足的时候，高管更热衷于扩张企业规模，扩大其管辖的“商业帝国”，从而实现高管个人的效用最大化（Jensen, 1986）。当高管控制的资源越多，拥有的权力就会越大，这种欲望越强烈，必然会加剧与股东之间的代理冲突，影响到企业价值。

管理层权力格局的形成意味着管理层权力可能凌驾于公司治理机制之上，由于董事会、经理人市场、资本市场和控制权市场以及股东权力运作过程存在的固有的缺陷，导致了管理层在某些方面拥有了超越董事会和控股股东的绝对影响力，主要表现在以下几个方面：（1）董事会被管理层俘获或受其影响（Bebchuk和Fried, 2002），以至于监督力度不够。管理层权力理论认为，董事会虽然代表股东利益，对高管负有监督义务，但是与股东之间本身也存在代理问题，也就是“监督监督者”的问题，由于董事利用的是企业的资源，而不是自己的资源，在一定程度上可能会“纵容”高管的行为。当董事会独立性比较差时就会对高管过于依赖，因此高管能够对董事会施加相当大的影响，董事会成员不可能与高管面对面讨价还价，另外，董事也缺乏足够的信息、时间、专长和技巧与高管进行谈判。（2）市场约束不足。经理人市场的缺乏、资本市场和控制权市场的不完善导致市场声誉机制无法起到约束作用。另外，每个市场的关注点也不同，经理人市场关注的是高管以往的经营业绩，产品市场对企业整体利润和业务量比较关注，而不是高管的薪酬水平高低，市场无法形成有效约束。（3）股东的权力难以有效发挥。当股权比较分散、股东权力较小时，无法对高管进行有效的监督和约束，高管会利用其拥有的信息优势，来损害股东的利益，而且管理者权力越大就越容易掌握大量的信息，造成的信

息不对称问题越严重；当股权比较集中时，由于信息不对称，控制股东的存在也未必会减少高管的机会主义幅度（肖作平，廖理，2007）。

具体到中国，不同产权性质的企业管理层权力存在差异。国有企业深化改革的进程实质上就是高管管理层权力形成和不断增长的过程（权小锋，吴世农，文芳，2010）。随着市场化的深入改革，国有企业高管逐步获得了生产经营、投资、融资和人事等方面的自主权（Tenve, Zhang和Brefort, 2002），而且这种权力会进一步不断增大（卢锐，

2007），这样，“所有者缺位”问题会更严重。然而，在非国有企业，企业高管往往和股东合职，这必然赋予非国有企业高管天然性的极大的权力（Bebchuk，Fried和Walker，

2002）。企业管理层权力的确立和增强，意味着作为股东代理人的高管掌握了企业内部大部分资源配置权力（张军，王祺，2004）。管理层权力发挥的作用越来越大，高管的作用越来越突出，对高管的监督也变得越来越困难，这将意味着高管与股东的代理问题也变得越来越严重，进而对企业价值产生影响。管理层权力的壮大是公司治理机制弱化的体现，直接指向就是薪酬契约，而权力操纵薪酬契约的最终结果是对企业价值的负面作用。因此，从管理层权力理论出发研究薪酬契约具有一定的理论意义和现实意义。

### 3.2.2 不同产权性质下管理层权力、超额薪酬和企业价值

薪酬契约的基本现状是通过高管薪酬水平直观反映的，但是自金融危机爆发以来出现的“天价薪酬”现象却违背了最优契约理论设计的原理，脱离了薪酬与业绩相挂钩的原则，这种现象的出现的背后必然是高管利用拥有的权力来操纵薪酬契约。为了维护自己的个人声誉和未来职业生涯，满足自己的需求，除了获取正常，合理的薪酬水平之外，高管更有动机有能力以权寻租。由于权力伴随高收益，高管权力的直接指向就是薪酬契约。超额薪酬就是在“程序公平”的掩饰下影响或扭曲薪酬契约制定形成的（代彬，刘星，郝颖，2011）。因此，如果仅从高管薪酬水平绝对数量来判定薪酬契约的有效性可能欠缺科学，在管理层权力的基础上我们更应该关注在合理薪酬以外的部分的超额薪酬部分。

为了缩短收入差距，政府不断通过出台各种政策措施来调整收入结构，并限制高管的薪酬水平，尤其是针对国企高管收入。2009年9月16日，国家六部委联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，重新限制了中央企业负责人的薪酬水平。“十二五”规划也着重强调要深化收入分配制度改革，努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重，限制高收入，尽快扭转收入差距扩大趋势。在这种制度背景下，企业高管的薪酬水平很自然就成为限制调整的对象，高管就更加会有动机利用权力影响薪酬契约，获取超额薪酬满足私人利益。在不同产权性质下的企业高管对薪酬契约影响的侧重点也会存在差异。

作为公有制经济的代表，国有企业处于主体地位，起主导作用。由于薪酬管制的存在，货币薪酬，即使是高管货币薪酬超过同行业其他管理者，对高管也不起不到相应的激励作用（吴联生，林景艺，王亚平，2010）。在这种情况下，在职消费成为高管自我激励的替代性选择，具有一定的合理性，对企业价值具有一定的促进作用。但是并不是

说在职消费越多越好，当在职消费超出正常预期水平时就会导致过多的代理成本，失去原有的激励作用，影响到企业价值。在很多国有企业，在职消费常常远远超出合理的水准，呈现出自我激励的高昂成本（陈冬华等，2005）。这是由于在目前我国法律和产权制度的现状下，外部制度约束较弱会使在职消费水平明显偏高，直接导致企业产权效率低下，企业价值的降低（陈冬华等，2005；卢锐等，2008）。一方面，由于存在薪酬管制和政府、法律及相关政策的监督和约束，高管很难利用权力自定薪酬，既定条件下的货币薪酬收入也无法满足自身需要。为了满足消费需求，高管有动机有能力选择进行隐蔽性的活动获得私人收益。由于在职消费属于隐性契约，没有在薪酬契约中明确规定，在职消费的这种隐性特点为高管的隐蔽性活动作了“嫁衣”。因此，薪酬契约的不完全性决定了在职消费具有不确定性。在职消费很自然地与控制权是联系在一起的（卢锐等

2008），因此，获取超额在职消费自然成为国有企业高管权力下的产物。即使是中央政府控制的企业，由于面临的监督较多，承担更大的社会功能，为了减少社会的“愤怒”成本，高管在利用其权力获取私有收益时会更加隐蔽（权小峰，吴世农，文芳，2010），因此对超额在职消费也就会更加偏好。另一方面，国企高管不是企业业绩的忠实追求者，而可能更多地是通过“讨好”或贿赂最高管理者或主管部门（或所谓股东），较多地关注政治利益，过多的追求职位晋升，从而在权力和租金分配中获得更大的份额，偏好于利用权力进行寻租，对在职消费进行超额攫取，因此，这种超额在职消费的扩张增加了企业的费用，减少了股东的回报，隐形薪酬难以起到激励作用，不能带来企业价值的提高。

而在非国有企业中，高管薪酬契约更多地与企业价值相挂钩（Firth，Fung and Rui，

2006），高管付出相应的努力，能够得到应有的薪酬。尤其是当高管发现自己的薪酬水平高于同行业其他管理者，就会提高自我评价。因此，超额薪酬，尤其是超额货币薪酬，将促使高管更有动力来改进管理效率，提高企业价值，具有一定的激励作用（吴联生，林景艺，王亚平，2010）。非国有企业，较之国有企业的高管享有更大的权力（卢锐，

2008），高管更容易利用权力获取超额货币薪酬（吴育辉，吴世农，2010）。当货币薪酬激励得到满足时，高管会一直保持这种状态，也就减少了通过权力寻租的动机。因此，管理层权力在一定程度上增强了超额货币薪酬和企业价值的正面效应。而对在职消费来讲，当高管通过货币薪酬激励得到满足时，不会对在职消费过多的追求，在职消费与货币薪酬扮演“互补”角色（夏冬林，李晓强，2004），也就不存在利用权力获取更多的在职消费，即便是有，表现得也不会很明显，对企业价值的影响也比较小。当超过预期正常水平时就意味着产生更多的成本费用，对企业价值产生负面影响。但是由于在非国有企业中，第二类代理成本更为突出，高管，也就是股东更倾向于利用权力侵占中小股东利益，而对超额在职消费的获取并不重视，管理层权力并没有加重超额在职消费对企业价值的负面影响。

综上分析，提出假设： H3：在国有企业，高管权力加重了超额在职消费对企业价值产生的负面影响。H4：在非国有企业，高管权力能够增强超额货币薪酬对企业价值的正面效应。

# 第四章 研究设计及实证结果分析

本章将在前面理论分析和研究假设的基础上，从实证的角度检验管理层权力、薪酬契约与企业价值的关系。我们选取会计指标净资产收益率来衡量企业价值，薪酬契约以货币薪酬和在职消费为代表，管理层权力通过对CEO和董事长是否兼职、CEO的任职年限、董事会人数、董事会中内部董事比例、股权分散度五种指标主成分分析合成。在变量定义之后，本文还进行了模型设计、样本选择等。

## 4.1 相关变量指标的选取

### 4.1.1 企业价值的度量

在企业价值指标选择时本文考虑了会计指标，原因如下：（1）根据国务院国资委颁布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法（2003, 2006）》①的规定，我们认为采用会计指标更合理一些；（2）会计指标与管理层的努力程度更相关，更具有可比性（周仁俊等，2010）；（3）目前中国股市的有效性程度不具备采用托宾Q等市场指标的前提条件，因此我们更认同会计指标，而没有采用市场指标。

### 4.1.2 薪酬契约的度量

Comp是货币薪酬，选择上市公司年报中披露的“公司薪酬前三位的高管的薪酬”的自然对数作为高管薪酬的衡量指标，这里的高管是指薪酬排前三位的高管。在稳健性检验中，取“公司薪酬前三位的董事的薪酬”的自然对数作为高管薪酬的衡量指标进行了重新检验，这里的高管是指薪酬排前三位的董事。

NPC是管理层在职消费程度。在职消费具有两种计量方法：一是直接法，将与在职消费有关的费用项目分为八类：办公费、差旅费、业务招待费、董事会会费、通讯费、汽车使用费、会议费和出国培训费，以八大明细项目总和衡量在职消费，陈冬华等（2005）采用了这种方法；二是间接法，即用“支付的其他与经营活动有关的现金流量”项目金额减去所有披露的与在职消费无关的支出项目，以此差额来计量在职消费。学术界还提出了其他的衡量方法，例如，李增泉等（2005）采用管理费用占主营业务收入比重以及资产周转率的大小来反应在职消费程度，权小峰等（2010）采用的是将管理费用扣除董事、高管、监事会薪酬总额，坏账准备、存货跌价准备、当年无形资产摊销额的差额来作为在职消费程度。

本文借鉴了权小峰等（2010）的做法，将管理费用扣除董事、高管、监事会薪酬总额，坏账准备、存货跌价准备、当年无形资产摊销额的差额与前期总资产的比值来衡量在职消费。我们从公司年度报表中对坏账准备、存货跌价准备、当年无形资产摊销额手工收集。另外，我们在稳健性检验中采用了八大明细项目总和衡量在职消费，查阅公司年报对八大明细项目进行手工收集

①国务院国资委颁布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法（2003, 2006）》规定：国企负责人考核包括年度经营业绩考核和任期经营业绩考核。其中年度经营业绩考核基本指标包括年度利润总额和净资产收益率指标，任期经营业绩考核基本指标包括国有资产保值增值率和三年主营业务收入平均增长率。

### 4.1.3 管理层权力的度量

管理层权力大小具有相对性：（1）从董事会的角度来看，董事会对高管有监督的义务，但是当董事会缺乏独立性时就可能导致高管拥有的权力凌驾于董事会之上；（2）从股东的角度来看，当股东权力无法有效行使，比如，国有企业的控股股东是国家，“所有者缺位”问题会造成高管在权力时执行脱离控制股东的控制。因此，现有文献对管理层权力的度量是间接性的。

关于管理层权力指标的选择，学者们并未达成一致意见。卢锐（2007）的衡量方法，管理层权力的变量从两职兼任、股权分散以及高管长期在位三个角度综合构建一个虚拟变量和一个积分变量；权小峰、吴世农、文芳（2010）的方法，将CEO和董事是否兼职、CEO的任职年限、董事会人数、董事会中内部董事比例、上市企业实际控制人控制链条的最长层级五种指标运用主成分分析法合成；权小锋和吴世农（2010）参考

Finkelstein（1992）的权力模型，将CEO权力具体划分为组织权力、专家权力、所有制权力和声望权力四个维度，从每个维度各选取两个虚拟变量来度量权力的大小，并在这四个维度和八个测度指标的基础上分别采用主成分分析和直接相加求平均值的方法合成两个CEO 权力综合指标；刘星等（2011）也参考这一思路对高管权力进行了探索。

本文选择的是权小峰、吴世农、文芳（2010）的方法，但由于数据的收集困难，本文将CEO和董事长是否兼职、CEO的任职年限、董事会人数、董事会中内部董事比例、股权分散度五种指标，运用主成分分析法合成管理层权力，指标值越大，表明管理层权力越高。其中，CEO的任职年限采用手工收集，数据来源于新浪网站企业披露的关于高管的基本信息。

### 4.1.4 控制变量的度量

借鉴卢锐（2008）、周仁俊等（2010）等人的研究，本文采用资产负债率（Lev）、企业规模（Size）、成长性（Growth）、管理层是否持股（Mhold）、公司地域特征①Central和West、年度虚拟变量（Year）和行业虚拟变量（Industry）作为控制变量。本文各变量的具体定义和计算见表4-1。

表 4-1 变量定义表

| 变量 | 变量名称 | 变量定义与计算 |
| --- | --- | --- |
| 被解释变量 | ROE | 净资产收益率，其计算公式为净利润/净资产。 |
|  | ROA | 总资产收益率，其计算公式为净利润/总资产。 |
|  | Comp | 高管货币薪酬，其计算公式为公司薪酬前三名的高管薪酬的自然对数。 |
|  | Comp1 | 高管货币薪酬，其计算公式为公司薪酬前三名的董事的薪酬的自然对  数。 |
| 解释变量 |  |
|  | NPC | 在职消费，其计算公式为（管理费用—董事、高管、监事会薪酬总额  —坏账准备—存货跌价准备—当年无形资产摊销额）/前期总资产 |

①参考王小鲁、樊纲（2004），东部地区包括京、津、冀、辽、沪、江、浙、闽、鲁、粤、琼11省市；中部包括晋、

吉、黑、皖、赣、豫、鄂、湘8省；西部包括蒙、桂、渝、川、黔、云、藏、陕、甘、青、宁、疆12省区。

|  |  |
| --- | --- |
| NPC1 | 在职消费，“支付的其他与经营活动有关的现金”中的八大明细项目之  和/营业收入。 |
| Dual | CEO 和董事长是否兼职。CEO 不兼任董事长职位时，取值 1；兼任董  事长时，取值 2. |
| Long | CEO 的任职年限。 |
| Boardsize | 董事会人数。 |
| Insider | 董事会中内部董事比例。 |
| Disp | 股权分散度，若第一大股东持股比例除以第二至十大股东持股比例之  和小于 1，取 1；否则，取 0. |
| Power | Dual、Long、Boardsize、Insider、Disp 5 个权力维度指标的主成分合成指标。 |
| State | 产权性质虚拟变量，当上市公司的最终控制人为国有确定为国有企业  时取 1，否则取 0. |
| Growth | 成长性，用托宾 Q 衡量，其计算公式为（每股股价×流通股股数+每股  净资产×非流通股股数+负债账面价值）/总资产。 |
| Lev | 资产负债率，其计算公式为总负债/总资产。 |
| Size | 企业规模，其计算公式为公司总资产的自然对数。 |
| Mhold | 管理层是否持股，持股为 1，反之为 0. |
| Central | 表示上市公司处于中部地区的虚拟变量，公司注册地位于中部时，取  1，否则为 0. |
| 控制变量 |
| West | 表示上市公司处于西部地区的虚拟变量，公司注册地位于西部时，取  1，否则为 0. |
| Year | 年度虚拟变量，以控制分组样本中不同年份所造成的影响。 |
| Industry | 行业的具体分类标准参照中国证监会制定的行业分类方法上市公司行业分类指引，剔除金融类上市公司后共有 21 个行业，据此本文设置  20 个虚拟变量用以控制行业的影响。 |

## 4.2 数据来源及样本选择

本文以中国沪深股票交易市场A股所有上市公司为研究对象，样本期间为2006年至2010年。样本筛选过程如下：（1）剔除了ST、PT企业；（2）剔除了金融类及所属行业不详的企业；（3）剔除最终控制权人性质不详以及缺失的企业；（4）剔除了同时发行S股、B股或H股的企业；（5）剔除IPO当年的企业；（6）剔除样本期间内财务数据不全的企业。经过上述处理后，我们最终获得5283个数据，其中国有企业2888个，非国有企业2395个。另外，本文对所使用到的连续变量在1%和99%分位的极端值进行了Winsorize处理来消除极端值的影响。数据除了在职消费和在职年限手工收集外，其

他来源于CSMAR数据库和CCER数据库。数据处理和分析采用Stata11.0软件。

表 4-2 样本数据分布表

| 会计期间 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 合计 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 合计 | 915 | 965 | 1055 | 1144 | 1204 | 5283 |

## 4.3 计量模型设计

### 4.3.1 薪酬契约和企业价值

为验证假设一，本文建立模型（4-1），如下所示：

ROE =β0+β1Comp+β2Growth+β3 Lev+β4Size+β5 Mhold+β6Central+β7West+β8*∑Year*

+β9*∑Ind* +ε (4-1)

其中β0为截距项，β1~β9为系数，ε为残差。在模型（4-1）中，如果β1为正，则表明薪酬契约对企业价值具有促进作用。如果为负，则表明货币薪酬激励作用失效。由于本文所考虑的是以产权性质作为背景，因此按不同产权性质将总体样本分为两个子样本，然后通过模型（4-1）回归。

为验证假设二，本文建立模型（4-2），如下所示：

ROE =β0+β1NPC+β2Growth+β3 Lev+β4Size+β5 Mhold+β6Central+β7West+β8*∑Year*

+β9*∑Ind* +ε (4-2)

其中β0为截距项，β1~β9为系数，ε为残差。在模型（4-2）中，如果β1为正，则表明在职消费对企业价值的正面作用。如果为负，则表明在职消费激励作用失效。由于本文所考虑的是以产权性质作为背景，因此按不同产权性质将总体样本分为两个子样本，然后通过模型（4-2）分别回归。

### 4.3.2 管理层权力、薪酬契约和企业价值

为了进一步验证管理层权力对薪酬契约及企业价值的影响，我们首先在实际货币薪酬和实际在职消费的基础上提取出超额货币薪酬和超额在职消费，提取方式如下：

超额货币薪酬属于非合理的货币薪酬的一部分，我们用高管的实际货币薪酬与高管预期合理的货币薪酬之间的差额表示非合理的货币薪酬（Firth, 2006; Core et al, 2008）。预期合理的高管货币薪酬水平由以下模型（4-3）估计：

Comp=β0+β1*Roait*+β2*Roait-1*+β3*Growthit*+β4*Levit*+β5*Sizeit*+β6*Centralit*+β7*Westit*+β8*∑Year+*β9∑Ind+ε(4-3)

其中，*Roait*为企业会计业绩；*Roait-1*为上一年的企业会计业绩；*Growthit*为企业成

长性；*Levit*为资产负债率；*Sizeit*为企业规模；*Centralit*和*Westit*为公司地域特征。

我们借鉴权小峰，吴世农，文芳（2010）的做法，首先利用模型（4-3）对样本企业分年度分行业进行回归，通过模型回归得到的因变量估计值表示合理的高管货币薪酬，实际货币薪酬与合理货币薪酬之间的差额为非合理的货币薪酬，其中差额大于0时表示高管的超额货币薪酬，用*Overcomp*表示。

超额在职消费属于非合理在职消费的一部分，我们采用高管实际在职消费与预期合理的在职消费之间的差额表示非合理在职消费(Luo et al, 2009)。预期合理的高管在职消

费水平用以下模型（4-4）估计：

*NPCit*=β0+β1*1/Assetit-1*+β2*Saleit*/*Assetit-1*+β3*PPEit*/*Assetit-1*+β4*Inventoryit*/*Assetit-1+*β5*LnEmployeeit*+ε(4-4)

其中，*NPCit*为高管在职消费；*Assetit-1*为前期总资产；*Saleit*为本期主营业务收入；

*PPEit*为固定资产的净值；*Inventoryit*为本期存货总额；*LnEmployeeit*为企业员工总数的自然对数。

和上面的做法相同，利用模型（4-4）先对样本企业分年度分行业进行回归，通过模型回归得到的因变量估计值表示合理的在职消费，实际在职消费与合理在职消费的差额即为非合理在职消费，其中大于0时表示高管的超额在职消费，用*Overnpc*表示。

为了验证假设三和假设四，本文建立模型（4-5）、（4-6），如下所示：

ROE=β0+β1Overcomp+β2Power+β3Power×Overcomp+β4Growth+β5Lev+β6Size+β7*Mhold+*β8Central+β9West+β10*∑Year* +β11*∑Ind* +ε(4-5)

ROE=β0+β1Overnpc+β2Power+β3Power×Overnpc+β4Growth+β5Lev+β6Size+β7*Mhold+*β8Central+β9West+β10*∑Year* +β11∑Ind +ε（4-6）其中β0为截距项，β1~β11为系数，ε为残差。在模型（4-5）、（4-6）中，我们分加入

了交叉变量*Power×Overcomp*、*Power×Overnpc*。预期β3符号为负。如果β3为负，则表

明在管理层权力影响下，超额薪酬对企业价值有负面影响，当然我们不排除符号为正的情况，当符号为正，超额薪酬对企业价值有促进作用。同样我们按不同产权性质将总体样本分为两个子样本，然后通过模型（4-5）、（4-6）分别回归。

## 4.4 样本描述性统计

### 4.4.1 样本描述性统计

表4-3报告了对主要变量的描述性统计结果。从全样本来看，高管货币薪酬的最大值和最小值分别为15.53和11.78，超额货币薪酬的最大值和最小值为0.70和0，表明我国高管之间的货币薪酬差距不是太大，超额货币薪酬差距也不是很大，但是高管在职消费最大值和最小值分别为11.69和0，超额在职消费最大值是0.27，说明我国上市公司高管在职消费程度方面存在较大差异。另外，成长性、财务杠杆、企业规模等控制变量均有差异，在此不再赘述。

我们将全样本按照产权分组进行比较。表4-4报告了对国有企业和非国有企业中主要变量的描述性统计结果。我们看到国有企业企业价值均值和中值分别为0.05和0.07，非国有企业企业价值均值和中值分别为0.09和0.08，检验结果表明非国有企业企业价值高于国有企业，且差异性显著。关于实际薪酬，国有企业高管实际货币薪酬的均值和中值分别为13.65和13.68，非国有企业高管实际货币薪酬均值和中值分别为13.60和13.58，国有企业实际货币薪酬要高于非国有企业，且差异性显著，而在国有企业，高管的超额货币薪酬均值和中值均要少于非国有企业，差异性显著，说明在非国有企业高管更易于取得较多超额货币薪酬，而在国有企业高管获得较少超额货币薪酬，这可能与国有企业中普遍薪酬管制有关。国有企业的实际在职消费均值为0.04，非国有企业的实际在职消

费均值为0.05，非国有企业的实际在职消费均值大于国有企业，且差异性显著。检验结果表明非国有企业的实际在职消费程度要高于国有企业，但是超额在职消费均值和中值要高于非国有企业，差异性显著，说明在国有企业，由于薪酬管制的存在，高管更倾向于获取较多超额在职消费。另外，我们对国有企业和非国有企业管理层权力的大小进行了比较，国有企业管理层权力均值为0.04，非国有企业管理层权力均值为0.05，可以看出，非国有企业的管理层权力显著高于国有企业的管理层权力，且差异显著，原因是国有企业要受到法律、市场竞争、政策监管等约束，还受到上级政府部门的监管控制，而非国有企业高管和股东往往兼职，受到的监督和约束相对较少。控制变量中也均有差异，在此不详细表述。

表 4-3 主要变量的描述性统计结果

| 变量 | 样本数 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROE | 5283 | 0.07 | 0.07 | 0.685 | -57.6368 | 4.2501 |
| Comp | 5283 | 13.63 | 13.64 | 0.765 | 11.78 | 15.53 |
| Overcomp | 1049 | 0.40 | 0.29 | 0.42 | 0 | 0.70 |
| NPC | 5283 | 0.05 | 0.04 | 0.40 | 0 | 11.69 |
| Overnpc | 3311 | 0.08 | 0.04 | 1.20 | 0 | 0.27 |
| Power | 5283 | 0.0256 | -0.0036 | 0.432 | -2.002 | 2.03 |
| Growth | 5283 | 2.05 | 1.7193 | 1.096 | 0.887 | 7.868 |
| Lev | 5283 | 0.46 | 0.4761 | 0.1967 | 0.0108 | 0.999 |
| Size | 5283 | 21.56 | 21.41 | 1.121 | 18.62 | 27.62 |
| Mhold | 5283 | 0.68 | 1 | 0.465 | 0 | 1 |

表 4-4 按产权分组单变量分析

国有样本非国有样本国有、非国有企业比较

| 变量 | 均值 | 中值 | 均值 | 中值 | 均值 | 中值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROE | 0.05 | 0.07 | 0.09 | 0.08 | -1.7781\* | -8.043\*\*\* |
| Comp | 13.65 | 13.68 | 13.60 | 13.58 | 1.9097\* | 3.215\*\*\* |
| Overcomp | 0.38 | 0.28 | 0.44 | 0.32 | -2.2313\*\* | -1.387 |
| NPC | 0.04 | 0.03 | 0.05 | 0.04 | -7.140\*\*\* | -4.820\*\*\* |
| Overnpc | 0.090 | 0.04 | 0.066 | 0.03 | 0.5647 | 1.648\* |
| Power | 0.04 | -0.03 | 0.05 | 0.03 | -5.748\*\*\* | -4.300\*\*\* |
| Growth | 1.98 | 1.66 | 2.13 | 1.77 | 5.249\*\*\* | 6.558\*\*\* |
| Lev | 0.50 | 0.52 | 0.41 | 0.43 | 16.366\*\*\* | 15.370\*\*\* |
| Size | 21.86 | 21.71 | 21.19 | 21.06 | 22.613\*\*\* | 21.656\*\*\* |
| Mhold | 0.64 | 1 | 0.74 | 1 | -8.1280\*\*\* | -8.078\*\*\* |

注：均值检验采用t-statistic检验方法，中值检验采用Wilcoxon检验方法；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、

5%、10%。

### 4.4.2 相关性分析结果

表4-5报告了本文主要变量的相关性分析结果。从表4-5中可以看出，货币薪酬、在职消费均与企业价值呈正相关关系，说明薪酬激励无论是从显性方面还是隐性方面均发挥了相应的激励效应，体现了以薪酬—业绩为指标确立对经理激励制度的合理性。货币薪酬与在职消费则呈负相关关系，这说明二者在发挥激励作用时具有一定的“替代”关系。管理层权力与企业价值呈负相关关系，与货币薪酬、在职消费呈正相关关系，可以看出高管可以凭借手中的权力影响薪酬的制定，加剧与股东之间的代理冲突，降低企业价值。在下文的实证回归结果将给出更为全面和精确的总结。在表中各相关系数均小于0.6，说明各变量之间不存在共线性问题。

表 4-5 主要变量的相关性分析结果

| 变量 | ROE | Comp | NPC | Power | Growth | Lev | Size | Mhold |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROE |  | 0.3271 \*\*\* | 0.0848\*\*\* | -0.0611\*\*\* | 0.0774\*\*\* | -0.0577 \*\*\* | 0.1454\*\*\* | 0.0398\*\*\* |
| Comp | 0.0570\*\*\* |  | -0.0457 \*\*\* | 0.1303 \*\*\* | -0.1299\*\*\* | -0.0744\*\*\* | 0.3862 \*\*\* | 0.0989\*\*\* |
| NPC | 0.0007 \*\*\* | -0.0447\*\*\* |  | 0.4553\*\*\* | 0.0697\*\*\* | -0.1124\*\*\* | -0.1642\*\*\* | 0.0681\*\*\* |
| Power | -0.0363\*\*\* | 0.1354\*\*\* | 0.4817\*\*\* |  | 0.0628\*\*\* | 0.0432\*\*\* | 0.1142\*\*\* | 0.0286\* |
| Growth | 0.0117 | -0.0083 | 0.4063\*\*\* | 0.0590\*\*\* |  | -0.2892 \*\*\* | -0.0256\*\* | 0.0271\* |
| Lev | -0.0422\*\*\* | - 0.0014 \*\* | -0.0221\*\* | -0.0235\*\* | -0.2476\*\* |  | 0.4522 \*\*\* | -0.0591\*\*\* |
| Size | 0.0216\*\*\* | 0.3864\*\*\* | -0.2007\*\*\* | 0.1222\*\*\* | -0.3099\*\*\* | 0.4301\*\*\* |  | 0.0141 |
| Mhold | -0.0005 | 0.0946\*\*\* | 0.0536\*\*\* | 0.0194 | 0.0242\* | -0.1208\*\*\* | 0.0095 |  |

注：表格上三角为pearson相关系数，下三角为spearman相关系数；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

## 4.5 实证结果与分析

### 4.5.1 薪酬契约与企业价值

（1）不同产权性质下实际货币薪酬与企业价值的回归

表4-6 报告了全体样本及不同企业产权性质下实际货币薪酬与企业价值的回归结

果。表4-6中表明，在总样本，货币薪酬与企业价值呈显著正相关关系，该结果说明实际货币薪酬具有激励作用，有利于提高企业价值。在区分不同产权性质后，我们发现，在国有企业和非国有企业，货币薪酬与企业价值均呈显著正相关关系，但是显著性水平不同，通过国有企业和非国有企业两样本回归系数检验，我们发现货币薪酬的回归系数存在显著性差异。结果表明在非国有企业，货币薪酬对企业价值的促进作用要比国有企业明显，而在国有企业，由于存在薪酬管制，高管更偏向于追求政治利益和职位晋升，对货币薪酬也就不那么重视，货币薪酬对企业价值的促进作用要弱一些。假设一得到验证。

另外，我们从检验中还发现，成长性，企业规模均与企业价值呈显著正关关系，资产负债率与企业价值显著负相关，按产权分组后，在国有企业中，资产负债率与企业价值显著负相关，但是在非国有企业我们没发现这种关系，与卢锐（2008）、周仁俊等（2010）的检验一致。产权性质、管理层是否持股与企业价值负相关，但是不显著，在分样本中，

我们看到国有企业中管理层是否持股与企业价值负相关，在非国有企业中管理层是否持股与企业价值正相关，但是均不显著。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 全样本 | 国有企业 | 非国有企业 | 国有、非国有企业 |
| (1) | (2) | (3) | 回归系数差异检验 |
| Intercept | -1.589\*\*\* | -2.586\*\*\* | -0.516\*\*\* | -2.07 |
|  | (-5.48) | (-4.76) | (-6.34) | (0.1012) |
| Comp | 0.0439\*\*\* | 0.0152\* | 0.0526\*\*\* | -0.0374\* |
|  | (2.64) | (1.83) | (5.87) | (0.0805) |
| Growth | 0.0258\*\* | 0.0332 | 0.0144\*\*\* | 0.0188 |
|  | (2.15) | (1.39) | (5.10) | (0.8082) |
| Lev | -0.358\*\*\* | -0.635\*\*\* | -0.0288 | -0.6062\*\*\* |
|  | (-5.12) | (-4.82) | (-1.59) | (0.0074) |
| Size | 0.0525\*\*\* | 0.0922\*\*\* | 0.00944\*\* | 0.08276 |
|  | (3.89) | (3.88) | (2.30) | (0.3869) |
| Mhold | -0.0261 | -0.0637 | 0.00580 | -0.0695\*\* |
|  | (-1.06) | (-1.45) | (0.87) | (0.0235) |
| Central | 0.0542\* | 0.117\*\* | 0.00449 | 0.11251 |
|  | (1.81) | (2.24) | (0.53) | (0.1525) |
| West | 0.0466 | 0.0901 | 0.0148\* | 0.07533\*\*\* |
|  | (1.45) | (1.57) | (1.66) | (0.0015) |
| 行业和年度 | 控制 | 控制 | 控制 |  |
| Adj-R2 | 0.136 | 0.162 | 0.105 |  |
| F | 26.927 | 19.587 | 10.028 |  |
| N | 5283 | 2888 | 2395 |  |

表 4-6 实际货币薪酬与企业价值的回归结果

变量

注：（1）表中数据各自变量的回归系数括号内是指的t值，回归系数差异检验中括号内是指的p值；回归系数差异检验借鉴了白俊，连立帅（2012）的做法，采用了Chow test检验；（2）\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、

10%。

（2）不同产权性质下实际在职消费与企业价值的回归

表4-7 报告了全体样本及不同企业产权性质下实际在职消费与企业价值的回归结

果。表4-7中看到，在总样本中，在职消费与企业价值呈显著正相关关系，该结果说明目前的实际在职消费水平具有一定的激励作用，有利于提高企业价值。在区分不同产权性质后，在国有企业中，在职消费与企业价值呈显著正相关关系。在非国有企业中，在职消费与企业价值均呈负相关关系，但是不显著。通过回归结果表明，在国有企业中，在职消费的存在具有一定的合理性，在弥补薪酬管制的缺陷上、帮助国有企业实现目标多元化等方面均表现出在职消费作为隐性激励的效率观，与陈冬华等（2005）、周仁俊

等（2010）的结论的恰好相反。而在非国有企业，我们没有发现在职消费对企业价值的负面影响，这个结果与陈冬华等（2005）、周仁俊等（2010）的结论的基本一致。验证了假设二。

此外我们还发现，在非国有企业中，管理层是否持股与企业价值呈显著正相关关系，而在国有企业中，我们没有发现管理层是否持股与企业价值的显著关系。当考虑了地域性特征，我们发现地域性因素对企业价值也存在影响。

表 4-7 实际在职消费与企业价值的回归结果

全样本国有企业非国有企业

变量

(1) (2) (3)

Intercept -0.372\*\*\* -0.449\*\*\* -0.444\*\*\* (-13.63) (-11.84) (-10.00)

NPC 0.00362\*\*\* 0.00458\*\*\* -0.000432

(3.48) (3.87) (-0.20)

Growth 0.0158\*\*\* 0.0162\*\*\* 0.0159\*\*\* (13.24) (9.02) (10.08)

Lev -0.0622\*\*\* -0.0825\*\*\* -0.0340\*\*\* (-8.92) (-8.36) (-3.37)

Size 0.0193\*\*\* 0.0233\*\*\* 0.0221\*\*\* (15.60) (13.99) (10.57)

Mhold 0.00301 -0.00361 0.00803\*\*

(1.22) (-1.09) (2.15)

Central -0.00538\* 0.00361 -0.00419

(-1.82) (0.93) (-0.89)

West -0.00595\* 0.00486 -0.0135\*\*\* (-1.87) (1.15) (-2.70)

行业和年度 控制 控制 控制

Adj-R2 0.117 0.162 0.106

F 23.539 19.657 10.151

N 5283 2888 2395

注：表中数据为各自变量的回归系数括号内为t值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

综合以上研究结论，本文认为薪酬契约无论是货币薪酬还是在职消费仍然对高管起到相应的激励作用，至少没有演变成代理成本。政府为了实现效率公平，出台相应的政策不断强调限制高收入，尤其是针对国有企业高管。高管为了满足自身需求而变相地实现额外收入，而最直接的途径就是利用控制权来影响薪酬契约获取超额薪酬。因此，我们有必要将超额薪酬从实际薪酬中分离出来进一步分析，下文将从管理层权力角度来探讨分析超额薪酬与企业价值的关系。

### 4.5.2 不同产权性质下管理层权力、超额薪酬与企业价值

（1）管理层权力主成分分析法合成过程

首先我们分析了CEO和董事长是否兼职、CEO的任职年限、董事会人数、董事会中内部董事比例、股权分散度这五个指标主成分分析的合理性，得到KMO值为0.72，可以进行主成分分析法。我们得到了初始因子中特征根大于1的3个公共因子，并得到它们的得分。它们的方差贡献率分别为27.21%、21.73%、19.81%，其累计方差贡献率为68.74%，也就是说，这3个变量解释了所有问题的68.74%。随后这3个因子被提取和旋转，其累计解释总方差百分比和初始解的前3个变量相同，但经旋转后的因子重新分配各个因子的解释原始变量的方差，使得因子的方差更为接近，也更容易解释。如下表4-8、4-9所示：

表 4-8 管理层权力各项指标的描述性统计

| 变量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Boardsize | 9.21 | 1.84 | 3 | 18 |
| Disp | 0.757 | 0.74 | 0.0084 | 7.97 |
| Long | 3.61 | 2.035893 | 1 | 11 |
| Insider | 0.64 | 0.048 | 0.33 | 0.89 |
| Dual | 1.83 | 0.38 | 1 | 2 |

表 4-9 因子分析的总方差解释

初始特征值提取平方和载入旋转平方和载入

成分方差贡

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 献率 | 献率 |  | 献率 献率 |  | 献率 | 献率 |
| 1 | 1.36027 0.2721 | 0.2721 | 1.36027 | 0.2721 0.2721 | 1.35761 | 0.2715 | 0.2715 |
| 2 | 1.08642 0.2173 | 0.4893 | 1.08642 | 0.2173 0.4893 | 1.06382 | 0.2128 | 0.4843 |
| 3 | 1.07986 0.1981 | 0.6874 | 1.07986 | 0.1981 0.6874 | 1.0156 | 0.2031 | 0.6874 |

合计

累计贡

合计

方差贡

累计贡

方差贡

合计

累计贡

（2）不同产权性质下管理层权力、超额货币薪酬与企业价值的回归

表4-10报告了全样本和不同企业产权性质下管理层权力、超额货币薪酬与企业价值的回归结果。在全样本中，在分组样本中，超额货币薪酬与企业价值仍然是显著正相关关系。这表明当高管货币薪酬高于同行业其他高管时，反而会更加努力工作，超额货币薪酬对企业价值具有一定的激励作用。在分样本中，我们只发现了在非国有企业超额货币薪酬与企业价值显著正相关，在国有企业没有发现，说明超额货币薪酬对企业价值的促进作用在非国有企业更明显，这与吴联生等（2010）的观点基本一致。另外，我们加入管理层权力与货币薪酬的交叉变量Power×Overcomp，发现在国有企业中交叉变量

Power×Overcomp与企业价值负相关，但是不显著。在非国有企业中交叉变 量

Power×Overcomp与企业价值显著正相关，与假设四的预期一致。这表明，在非国有企业

中，管理层权力加强了超额货币薪酬对企业价值的正面效应。在国有企业中，由于薪酬管制的存在，高管对货币薪酬并不重视，同时高管的控制权在自身薪酬的制定方面受到了更大的制约，因而没有选择从自定货币薪酬方面获取私人收益，对企业价值的影响也就不是很明显。

表 4-10 管理层权力、超额货币薪酬与企业价值的回归结果

全样本国有企业非国有企业

变量

(1) (2) (3)

Intercept -0.209\*\*\* -0.206 -0.407\*\*\*

(-2.65) (-1.62) (-4.18)

Overcomp 0.0272\*\*\* 0.0072 0.0171\*\*

(3.57) (1.03) (2.34)

Power -0.0242\*\* 0.00519 -0.0457\*\*\* (-2.31) (0.31) (-3.81)

Power×Overcomp 0.0354\* -0.0128 0.0472\*\*

(1.91) (-0.39) (2.35)

Growth 0.0431\*\*\* 0.0478\*\*\* 0.0335\*\*\* (7.50) (5.07) (5.60)

Lev -0.00698 -0.0383 -0.0118

(-0.34) (-1.15) (-0.53)

Size 0.00622\* 0.00353 0.0173\*\*\* (1.79) (0.67) (3.81)

Mhold 0.00993 0.0148 0.00682

(1.40) (1.36) (0.85)

Central 0.00991 0.0200 -0.00154

(1.20) (1.58) (-0.16)

West -0.00559 0.00138 -0.0150

(-0.63) (0.10) (-1.51)

行业和年度 控制 控制 控制

Adj-R2 0.120 0.108 0.202

F 5.189 3.238 4.260

N 1049 610 439

注：表中数据为各自变量的回归系数括号内为t值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

（3）不同产权性质下管理层权力、超额在职消费与企业价值的回归

表4-11报告了全样本和不同企业产权性质下管理层权力、超额在职消费与企业价值的回归结果。无论在全样本还是在分组样本中，超额在职消费与企业价值呈显著负相关关系，说明在职消费并不是越多越好，当在职消费超过正常的预期水平时就失去了原

来的激励作用，反而增加了代理成本，对企业价值不利，在国有企业和非国有企业均会出现这种现象。在全样本中，交叉变量Power×Overnpc与企业价值显著负相关。但在区分不同产权性质后，交叉变量Power×Overnpc与企业价值的关系有差异，我们发现，在国有企业中交叉变量Power×Overnpc与企业价值显著负相关，而在非国有企业中不显著，验证了假设三。这表明，在国有企业，由于存在薪酬管制及其他条件的约束，高管更有动机利用其权力获取超额在职消费来满足自身需求，对企业价值产生负面影响。但是在非国有企业这种现象不是很明显，高管并没有动机获取超额在职消费，可能因为在非国有企业中，高管的控制权收益指向其他途径，比如侵占中小股东利益等等。

表 4-11 管理层权力、超额在职消费与企业价值的回归结果

全样本国有企业非国有企业

变量

(1) (2) (3)

Intercept -0.300\*\*\* -0.364\*\*\* -0.349\*\*\* (-8.44) (-7.20) (-6.30)

Overnpc -0.252\*\*\* -0.202\*\*\* -0.297\*\*\*

(-9.17) (-5.03) (-7.89)

Power -0.000281 0.00650 -0.00371

(-0.08) (1.40) (-0.74)

Power×Overnpc -0.00491\*\*\* -0.00485\*\*\* 0.00140

(-4.46) (-4.38) (0.05)

Growth 0.0157\*\*\* 0.0156\*\*\* 0.0158\*\*\* (11.95) (7.75) (9.17)

Lev -0.0613\*\*\* -0.0819\*\*\* -0.0420\*\*\*

(-7.31) (-6.75) (-3.46)

Size 0.0157\*\*\* 0.0189\*\*\* 0.0179\*\*\* (9.72) (8.43) (6.91)

Mhold 0.00451 0.000429 0.00493

(1.49) (0.10) (1.07)

Central -0.00880\*\* 0.00298 -0.0122\*\* (-2.36) (0.60) (-2.11)

West -0.0105\*\*\* -0.00208 -0.0193\*\*\*

(-2.79) (-0.41) (-3.33)

行业和年度 控制 控制 控制

Adj-R2 0.131 0.163 0.140

F 16.125 11.403 8.856

N 3311 1711 1600

注：表中数据为各自变量的回归系数括号内为t值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

## 4.6 稳健性检验

为检验上述结论的稳健性，本文还执行了如下敏感性分析：（1）在前面的检验中，我们将超额薪酬从实际薪酬中分离出来进行实证检验，在这里，我们直接采用了实际薪酬，结果是一致的。（2）对货币薪酬的衡量我们采用前三名董事的货币薪酬替代，在职消费的衡量我们采用八大明细项目金额之和代替前者，重复以上的实证研究过程，结果一致。（3）我们分别使用资产收益率（ROA）代替ROE重做上述模型检验，均得出了相同的结论。（4）我们还按管理层权力年度行业中位数进行分组作了补充检验。如表4-12，表4-13所示，结论没有实质性差异。基于上述敏感性分析，我们认为前文的结论是比较稳健的。

表 4-12 按管理层权力分组对管理层权力、薪酬契约与企业价值的稳健性检验

| 变量 | 总样本 | | 低管理层权力 | | 高管理层权力 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | ROA | ROA | ROA | ROA | ROA |
| Intercept | -0.323\*\*\* | -0.221\*\*\* | -0.256\*\*\* | -0.186\*\*\* | -0.398\*\*\* | -0.240\*\*\* |
|  | (-14.37) | (-13.90) | (-5.44) | (-6.36) | (-12.82) | (-8.90) |
| Comp1 | 0.0175\*\*\* |  | 0.0144\*\*\* |  | 0.0122 |  |
|  | (14.55) |  | (5.76) |  | (1.09) |  |
| NPC1 |  | 0.00273\*\*\* |  | 0.00272\*\*\* |  | 0.00589 |
|  |  | (4.48) |  | (4.19) |  | (0.99) |
| Growth | 0.0122\*\*\* | 0.0119\*\*\* | 0.0107\*\*\* | 0.0102\*\*\* | 0.0110\*\*\* | 0.0124\*\*\* |
|  | (12.97) | (16.92) | (5.60) | (8.00) | (8.56) | (10.52) |
| Lev | -0.121\*\*\* | -0.128\*\*\* | -0.109\*\*\* | -0.117\*\*\* | -0.132\*\*\* | -0.127\*\*\* |
|  | (-21.96) | (-31.41) | (-10.11) | (-16.35) | (-16.17) | (-17.11) |
| Size | 0.00735\*\*\* | 0.0133\*\*\* | 0.00604\*\*\* | 0.0118\*\*\* | 0.00813\*\*\* | 0.0136\*\*\* |
|  | (7.05) | (18.35) | (2.84) | (8.78) | (5.71) | (11.30) |
| Mhold | -0.00141 | 0.00178 | -0.00277 | 0.00256 | -0.000821 | 0.00175 |
|  | (-0.72) | (1.23) | (-0.71) | (0.98) | (-0.30) | (0.69) |
| Central | 0.00324 | -0.00439\*\* | 0.00156 | -0.00863\*\*\* | 0.00364 | 0.000848 |
|  | (1.34) | (-2.53) | (0.29) | (-2.76) | (1.36) | (0.32) |
| West | 0.00379 | -0.00798\*\*\* | 0.00263 | -0.0138\*\*\* | 0.00529\* | 0.00145 |
|  | (1.45) | (-4.28) | (0.45) | (-4.13) | (1.86) | (0.51) |
| 行业和年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R2 | 0.212 | 0.271 | 0.140 | 0.229 | 0.316 | 0.282 |
| F | 49.194 | 68.838 | 10.607 | 19.037 | 28.712 | 24.807 |
| N | 5194 | 5283 | 1719 | 1761 | 1739 | 1761 |

注：表中数据为各自变量的回归系数括号内为t值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

表 4-13 按产权分组对管理层权力、薪酬契约与企业价值的稳健性检验

| 变量 | 总样本 | | 国有企业 | | 非国有企业 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | ROA | ROA | ROA | ROA | ROA |
| Intercept | -0.330\*\*\* | -0.220\*\*\* | -0.345\*\*\* | -0.245\*\*\* | -0.352\*\*\* | -0.287\*\*\* |
|  | (-14.47) | (-13.71) | (-11.80) | (-11.78) | (-8.96) | (-10.38) |
| Comp1 | 0.0178\*\*\* |  | 0.0157\*\*\* |  | 0.0177\*\*\* |  |
|  | (14.67) |  | (10.13) |  | (8.81) |  |
| NPC1 |  | -0.000197 |  | 0.00869\*\*\* |  | -0.00313 |
|  |  | (-0.12) |  | (2.59) |  | (-1.13) |
| Power | -0.0346\* | -0.000933 | 0.0306 | 0.00424\* | -0.104\*\*\* | -0.00210 |
|  | (-1.71) | (-0.58) | (1.15) | (2.03) | (-3.33) | (-0.84) |
| Power×Comp1 | 0.00221 |  | -0.00218 |  | 0.00692\*\*\* |  |
|  | (1.51) |  | (-1.13) |  | (3.08) |  |
| Power×NPC 1 |  | -0.00321\*\* |  | -0.00456\* |  | -0.00550 |
|  |  | (-2.02) |  | (-1.71) |  | (-0.66) |
| Growth | 0.0123\*\*\* | 0.0119\*\*\* | 0.0126\*\*\* | 0.0121\*\*\* | 0.0123\*\*\* | 0.0125\*\*\* |
|  | (13.04) | (16.89) | (9.37) | (11.96) | (9.20) | (12.91) |
| Lev | -0.120\*\*\* | -0.128\*\*\* | -0.124\*\*\* | -0.128\*\*\* | -0.109\*\*\* | -0.121\*\*\* |
|  | (-21.89) | (-31.47) | (-16.86) | (-23.15) | (-12.53) | (-19.50) |
| Size | 0.00752\*\*\* | 0.0133\*\*\* | 0.00970\*\*\* | 0.0145\*\*\* | 0.00806\*\*\* | 0.0162\*\*\* |
|  | (7.19) | (18.17) | (7.35) | (15.69) | (4.11) | (12.51) |
| Mhold | -0.00134 | 0.00175 | -0.00359 | -0.00311\* | 0.000870 | 0.00516\*\* |
|  | (-0.69) | (1.21) | (-1.45) | (-1.68) | (0.27) | (2.25) |
| Central | 0.00360 | -0.00448\*\*\* | 0.00653\*\* | 0.000744 | 0.00344 | -0.00298 |
|  | (1.49) | (-2.58) | (2.21) | (0.34) | (0.81) | (-1.03) |
| West | 0.00480\* | -0.00782\*\*\* | 0.00783\*\* | -0.000789 | 0.000375 | -0.0131\*\*\* |
|  | (1.84) | (-4.19) | (2.39) | (-0.33) | (0.08) | (-4.28) |
| 行业和年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R2 | 0.213 | 0.272 | 0.249 | 0.322 | 0.178 | 0.244 |
| F | 46.249 | 64.563 | 32.136 | 46.619 | 17.610 | 25.953 |
| N | 5194 | 5283 | 2816 | 2888 | 2378 | 2395 |

注：表中数据为各自变量的回归系数括号内为t值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

# 第五章 研究结论、研究不足及政策建议

本文以高管薪酬契约为切入点，结合目前的制度背景在前面我们通过分析了薪酬契约与企业价值的关系来确定薪酬契约的有效性，接着分析管理层权力对薪酬契约和企业价值关系的影响，并通过实证进行检验。本文的研究结论、研究不足及相应的政策建议如下：

## 5.1 研究结论

（1）在当前的制度背景下，薪酬契约仍然具有一定的激励作用。货币薪酬作为解决高管和股东委托代理关系的重要机制具有一定的激励作用，在非国有企业更为突出一些。实证结果进一步验证了国有企业代理效率低下的问题。产权基础不同显然是问题的症结之一，原因是在国有企业中存在薪酬管制导致激励作用不是很明显，另外还有可能国有企业高管追求的激励目标是多元的，政治意图和职位的提升与经济利益目标并存，导致货币薪酬激励作用大打折扣。另外，我们看到的是在职消费的效率观，它的存在具有一定的合理性。在非国有企业高管在职消费程度高于国有企业，但与企业经营业绩相关程度，二者具有一定的差异。在国有企业中，在职消费对企业价值具有明显促进作用，而在非国有企业在职消费与企业价值关系不显著。这一结果启示我们，在国有企业中，在职消费作为隐性激励弥补了薪酬管制所带来的货币薪酬激励不足的缺陷，并且由于其自身的特点而成为政府实现多元化目标的最佳选择。非国有企业管理层敢于较高程度的在职消费，但同时似乎有了一些“自我激励”的味道，至少对于经营业绩的负相关程度较低，显然，这又至少涉及一个企业的产权基础问题。

（2）由于政府强调限制高收入，特别是对国企高管进行薪酬管制，再加上消费的刚性特征，高管有动机并有能力利用权力影响薪酬契约甚至可以操纵自己的薪酬水平，通过获取超额薪酬来满足自身需求。但是在不同的产权性质下，影响侧重点也不同。国有企业高管更倾向利用其权力来提高在职消费，原因可能由于薪酬管制的存在，货币薪酬对高管激励作用有限。再加上上级部门、政府以及相关法律政策对高管的监督和约束，高管选择了隐蔽性的方式即利用权力获取超额在职消费满足私人利益，对企业价值造成很大负面影响。在非国有企业，高管和股东兼职，高管享有很大权力，管理层权力增强了超额货币薪酬对企业价值的正面影响，超额在职消费虽然可能对企业价值产生负面影响，但是管理层权力并没有进一步加重此负面影响。

## 5.2 研究不足

薪酬契约涉及到很多内容，除货币薪酬和在职消费之外，还涉及到股权激励、职位晋升、内部人交易收益、奖励表彰等等很多内容，本文并未一一加以研究。由于考虑到各种激励方式在普遍性和重要性上存在很大差异，我们只选择了货币薪酬和在职消费作为显性契约和隐性契约的代表；其次，在职消费在企业年报上披露的信息并不全面，这可能使得本文的结论有偏差，再者，在职消费的计量仍然存在一定噪音；最后，我们采

用主成分分析法合成管理层权力，由于管理层权力和公司治理密不可分，管理层权力的形成和扩张是公司治理机制弱化的体现，我们没有将管理层权力的影响因素从公司治理结构中单独分离出来解释，这样就无法判断管理层权力的具体影响机制。研究管理层权力和公司治理之间的互动关系是未来的发展方向，具有一定的理论依据和现实意义。

## 5.3 政策建议

本文的实证结果为理解薪酬契约的有效性、高管权力如何在当前特殊的制度背景下作用于公司治理范畴提供了更为细致的线索，并对于当前收入分配制度改革的深化和推进有着重要的理论和政策涵义。我们提出以下建议：

（1）建立更为健全的薪酬管理体制是完善高管薪酬契约管理的核心工作，尤其是针对国有企业，企业应该更加深入改革业绩考核指标，将业绩考核指标精细化，既应包括净会计业绩指标，也应包括市场业绩指标。真正体现高管薪酬契约与企业真实业绩挂钩，实现高管努力工作程度与薪酬相匹配，这样才能有效实现薪酬契约的激励作用，规避薪酬契约失效引发的负面影响。

（2）当前我国上市公司高管的薪酬体系结构比较单一，丰富完善薪酬契约内容，拓宽高管激励渠道，实现薪酬激励方式多样化，是当前高管薪酬契约的重要发展方向。这将避免由于薪酬激励不足造成的高管的“暗箱”操纵行为。

（3）在职消费，是公司治理机制的薄弱环节，在薪酬契约中没有明文规定的，要不断完善对在职消费的监督和管理，这样可以消除高管通过操纵薪酬契约获取私人利益的

“灰色地带”。

（4）强化新闻媒体、市场中介机构、社会公众等对企业高管薪酬体系的外部监督，实现高管薪酬契约的制定和执行过程“阳光化”。管理层权力是高管谋取私利的“合法武器”，为防止高管以权谋私，必须建立并完善的相应的监督体系，强化董事会的独立性，特别是薪酬委员会独立性，强化股东权力的行使，实现股东对高管的有效监督。

参考文献

[1]白俊，连立帅.信贷资金配置差异：所有制歧视抑或禀赋差异？[J].管理世界,2012，(6)：30-41.

[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[J].经济研究, 2005，(2)：92-101.

[3]陈信元，陈冬华，万华林，梁上坤.地区差异、薪酬管制与高管腐败[J].管理世界, 2009，(11)：130-143.

[4]陈冬华，梁上坤，蒋德权.不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择：货币薪酬与在职消费[J].会计研究，2010，(11)：56-64.

[5]陈冬华，范从来，沈永建，周亚虹.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.

[6]代彬，刘星，郝颖.高管权力、薪酬契约与国企改革—来自国有上市公司的实证研究[J].当代经济科学，2011，(4)：95-127.

[7]杜兴强，王丽华.高层管理当局薪酬与上市公司与上市公司业绩的相关性实证研究[J].会计研究，2007，(l):58-65.

[8]方军雄.中国上市公司高管的薪酬存在粘性吗[J].经济研究，2009，(3)：110-124.

[9]方军雄.高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J].经济研究，2011，(4)：104-119.

[10]方军雄.劳动收入比重，真的一致下降吗？—来自中国上市公司的发现[J].管理世界，2011，(7)：31-41.

[11]姜付秀，张敏.在职消费与公司绩效，工作论文,2009。

[12]姜付秀，张敏，陆正飞，陈才东.管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J].经济研究，2009，(5)：131-143.

[13]姜付秀，黄继承.经理激励、负债与企业价值[J].经济研究，2011，(5)：46-60.

[14]江伟。行业薪酬基准与管理者薪酬增长—基于中国上市公司的实证分析[J]. 金融研究，2010，(4)：144-159.

[15]李增泉.激励机制与企业绩效：一项基于上市公司的实证研究[J].会计研究，2000，(1)：24-30.

[16]李增泉，孙铮，王志伟.”.掏空“与所有权安排—来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究, 2004，(12)：3-13.

[17]李维安，张国萍.经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究—基于中国上市公司治理评价的研究

[J].经济研究,2005, (11):87-98.

[18]刘凤委，孙铮，李增泉.政府干预、行业竞争与薪酬契约—来自国有上市公司的经验证据[J].管理世界，2007，(9)：76-84.

[19]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)：109-136.

[20]林毅夫、李志赟.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究，2004，(2)：17-27.

[21]卢锐. 管理层权力、薪酬与业绩敏感性分析—来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代财经，2008，(7)：107-112.

[22]卢锐，魏明海，黎文靖.管理层权力、在职消费与产权效率—来自中国上市公司的证据[J].南开管理评论，2008，(11)：85-92.

[23]卢锐.管理层权力、薪酬差距与绩效[J].南方经济，2007，(7)：61-70.

[24]罗宏，黄文华.国企分红、在职消费与公司业绩[J].管理世界,2008，(9)：139-148.

[25]吕长江，赵宇恒。国有企业管理者激励效应研究—基于管理者权力的解释[J]. 管理世

界,2008, (11):99-109.

[26]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)：73-86.

[27]夏冬林，李晓强.在职消费与公司治理机制.中国会计学会第六届理事会第二次会议暨.2004年学术年会论文集.2004, 361-369.

[28]肖作平，廖理.大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择[J].管理世界，2007，(10)：99-113.

[29]肖王楚，张成君. CEO权责配置与公司治理结构优化[J].经济与管理，2003，(4)：73-86.

[30]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.

[31]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.

[32]魏刚.高级管理层激励与上市公司经营业绩[J].经济研究，2000，(3)：32-39.

[33]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[J]. 管理世界，2007，(7)：111-119.

[34]吴育辉，吴世农。高管薪酬：激励还是自利？—来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2010, (11):56-64.

[35]吴联生，林景艺，王亚平.薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩[J].管理世界，2010，(3)：177-188.

[36]杨青，高铭.董事薪酬、CEO薪酬与公司业绩—合谋还是共同激励？[J]金融研究，2009，(6)：111-127.

[37]杨蓉.垄断行业企业高管薪酬问题研究：基于在职消费的视角[J].复旦大学学报，2011，(5)：133-140.

[38]张军，王祺.权威、企业绩效与国有企业改革.中国社会科学，2004，(5)：34-45.

[39]张俊瑞，赵进文，张建.高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J].会计研究, 2003，(9)：29-34.

[40]张力，潘青.董事会结构、在职消费与公司绩效—来自民营上市公司的经验证据[J].经济动态

学,2009, (3):82-85.

[41]张必武，石金涛.董事会特征、高管薪酬与薪绩敏感性一中国上市公司的经验分析[J].管理科学.2005(4)：32-39.

[42]朱克江.正确认识经营者收入与企业员工收入的差别[J].南京社会科学.2003，(1)：34-40.

[43]周仁俊，杨战兵，李礼.管理层激励与企业经营业绩的相关性—国有与非国有控股上市公司的比较

[J].会计研究,2010, (12):69-75.

[44]郑志刚. 经理人掠夺视角的股权激励设计：承诺价值和外部法律环境的影响[J]. 经济研究.2006，(12)：92-102.

[45] Alchian, A., and Demsetz, H., 1972," Production, Information Costs and Economic Organization", American Economic Review, December, 780-781.

[46] Ades, A., Di Tella, R.. 1999. Rent, Competition, and Corruption, American Economic Review, 89 (4): 982-993.

[47] Baker, Jensen and Murphy. 1988. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, Journal of Finance, 593-616.

[48] Bebchuk L., Fried J. and Walker D. 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. The University of Chicago Law Review,69(3):751-846.

[49] Berle, A. A., and G. C. Means,1932, The Modern Corporation and Private Property, New York: Macmillan.

[50] Core, J., R. Holthausen, D. Larker, Corporate Governance, Chief Executive Compensation and Firm Performance, Journal of Financial Economics,1999

[51] Cheng, Shijun.2005. Managerial entrenchment and loss-shielding In executive, compensation[J]. University of Michigan, Working Paper.

[52] Chen, D., O. Z. Li and S. Liang,2010," Do Managers Perform for Perks", Workingpaper.

[53] Cyert Richard, Sok–Hyon Kang, Praveen Kumar. Corporate governance, takeovers, and Top-Management compensation: theory and evidence[J]. Management Science,2002

[54] Duffhues P., Kabir R., Is the pay-performance relationship always positiveEvidencefromtheNetherlands. JournalofMultinationalFinancialManagement,2008.

[55] Finkelstoin S., Boyd. Power in top management teams: Dimensions, measurement and validation.

Academy of Management Journal,1992

[56] Firth, M., P. Fung, and O. Rui, 2006,"Corporate Performance and CEO Compensation in China", Journal of Corporate Finance12: 693-714.

[57] Fahlenbrach R., Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance, Journal of Financial and Quantitative Analysis,2009

[58] FiglerR. A. and LutzR. C.. 1991. Do the Excellent Firms Effectively Match CEO Compensation to Corporate PerformanceJournalofManagerialIssues, 111(4): 445-457.

[59] Gibbons Robert and Murphy Kevin J. 1990. Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers, Industrial and Labor Relations Review.

[60] Holmstrom, B., and J. Tirole, 1989," The Theory of the Firm", In: Schmalensee, R., and R. Willig(Eds.), In: Handbook of Industrial Organization 1, Elsevier Science, New York.

[61] Hall B. J., J. B. Liebman. 1998. Are CEOs Really Paid Like BureaucratsQuarterlyJournalofEconomics, 113(3): 653-691

[62] Jensen, M., and W. Meckling,1976," Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics,3: 305-360.

[63] Jensen, M.,1986," Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review,76 (2):323-329.

[64] Jensen, M. C., K. J. Murphy performance and top management incentives[J]. Journal of Political Economy,1990,98(2):22-264.

[65] MehranH.. 1995. Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, Journal of Financial Economics, 38(2): 163-184.

[66] Murphy K. R. S. and Salter M. S..1975. Should CEO Pay be Linked to ResultsHarvardBusinessReview,53(3):66-73.21.

[67] Murphy. 1984. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, Journal

Of Accounting and Economics, 7, 11-42.

[68] Madura J., Martin A. D. and Jessel K. A.. 1996. Determinants of CEO Compensation in Small Publicly-traded Businesses, American Business Review, 14: 80-88.

[69] Rajan, R. and J. Wulf,2006," Are Perks Purely Managerial Excess", JournalofFinancial Economics,79: 1-33.

[70] Stulz, R. Managerial Discetion and Optimal Financing Policies. Journal of Financial Economics, 1988, (20):317-346.

[71] Shleifer. A., and R. W. Vishny,1989,"Management Entrenchment: the Case of Manager－specific

Investments", Journal of Financial Economics,25: 123-139.

[72] Sun J., Cahan S., The Effect of compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performande, Corporate Governance: An International Review,2009

[73] Tenev, S., C. Zhang and L. Brefort, 2002." Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the Institutions of Modern Markets", Research Pepor, World Bank and International Finance Corporation

[74] Holmstrom, B.,1979," Moral Hazard and Observability", Bell Journal of Economics,10: 74-91.

致谢

三年的时光如白驹过隙，研究生生活的结束注定了我从此告别学生时代。这三年来，敬爱的老师，亲爱的同学，现在我要向他们表达我最诚挚的谢意。感谢他们在这三年来对我的关心和帮助。

首先，我要深深感谢我的导师白俊老师。白老师为人谦和，平易近人，她就像一位慈爱的母亲一样。依稀记得与白老师第一次见面的时候，就白老师和我两个人，我们洽谈了近两个小时，聊人生，谈生活，白老师还鼓励我考博，可是我没有这方面的打算，对此我觉得辜负了老师的一番心意。后来的日子，白老师循序渐进的引导我们踏上搞学术研究的历程，并为我们安排学习讨论的平台，悉心指导我们的论文，使我受益匪浅。在平时的学习中遇见不懂的问题，白老师总是耐心地给我讲解，对我的繁琐的，幼稚的问题不厌其烦。还记得我写的第一篇论文，说实在写得很差，像白老师这么高级别的教授来说看到我这样的文章真的很不合调，可是白老师手把手地亲自给我指导，一字一句，一段一段给我分析，让我看到了白老师的随和，更叫我认识到白老师学术的上的严谨。白老师对我们要求都很严格，不单单是在学术上，在日常生活中亦是如此，这使我养成了细心认真的好习惯。因此，我们的论文能够顺利发表、答辩、毕业都离不开白老师的教诲。借此机会，我谨向白老师致以深深地谢意，能作为白老师的学生，是我毕生之荣幸。

其次，我要感谢我院的杨兴全教授、王生年教授、陈旭东教授、王伟国教授、郭桂花教授、池玉莲教授、吴昊旻副教授等以及所有给予我知识的老师们，正是有了您们的无私奉献，才有了我今天的成长；正是因为有了他们严厉、无私、高质量的教导，我才能在这三年的学习过程中汲取专业知识、提升能力。我还要感谢这三年来与我一起走过来的诸位同学。我们会计班这个集体始终拥有一个和睦的生活环境和一个积极向上的学习氛围，能在这样一个团队中度过，是我极大的荣幸。特别要感谢我的舍友孙英超、张焱、张志勇，同住三年，亲如兄弟，在这三年里他们给我无尽的关怀和帮助，此恩此德无以为报，只能用我们的友谊来还了。感谢我的师兄连立帅对我学术上的指导，感谢师弟齐文、陈仲利，感谢师姐妹张琼方、潘玉婷、刘喆，感谢身边的好友，感谢我的同学。

最后，我还要感谢我的家人，父母对我的支持。

刘宁

二0一三年五月于石河子大学

# 作者简介

刘宁，男，生于1986年08月，籍贯：ft东滨州。2010年7月毕业于青岛农业大学海都学院财务管理专业，获管理学学士学位。2010年9月起在石河子大学经济与管理学院会计学专业学习。

**在学期间主要参与的研究项目**

参与申请国家自然科学基金《金融发展、异质债务与资本配置效率》（项目编号：

71262007）

**在学期间发表的文章**

（1）刘宁.债务融资比例、债务期限和企业价值.石家庄铁道大学学报.2012，(2)：33-44.

（2）刘宁.管理层权力、负债和企业价值.广西财经学院学报.2013，(1)：103-108.

石河子大学硕士研究Th学位论文导师评阅表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 研究生姓名 | 刘宁 | 学制 | 三年 |
| 专业 | 会计学 | 研究方向 | 财务理论与方法 |
| 学术评语：  指导教师签字：  年 月 日 | | | |