

股权制衡下高层管理人员薪酬影响因素研究

马德林

(南京审计学院 会计学院, 江苏 南京 211815)

[摘要] 高管薪酬是公司治理的重要问题。薪酬激励的有效性影响了公司的治理效率。将股权制衡因素引入到高管薪酬研究之中,发现股权制衡程度高低将影响高管薪酬,而企业业绩与高管薪酬之间没有显著相关性。这与传统激励与约束机制相矛盾,这一结论为进一步研究指明了方向。

[关键词] 股权制衡; 高管薪酬; 最优契约法; 管理者权力法

[中图分类号] F230 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2011)03-0076-08

近年来,与拯救金融危机不相称的是一些企业的高层管理人员(以下简称高管^①)薪酬过高,而限薪效果不明显。那么,除了恶化的经济环境要求高管薪酬^②做出反映外,高管薪酬还受哪些因素的影响?公司所有权结构,尤其是在股权制衡环境下,高管薪酬取决于哪些因素?由于2006年之后高管薪酬制度体系已经发生根本的改变,为便于研究,本文以2003年—2005年中国上市公司为样本,分析股权制衡下高管薪酬的影响因素,以进一步研究高管薪酬问题。

一、文献回顾

根据 Bebchuk(比巴克)等人的研究,高管薪酬的研究有两个视角:最优契约法和管理者权力法^[1]。

最优契约法认为,高管薪酬制度的目的是作为解决代理问题、最小化代理成本的激励机制。薪酬-绩效敏感度指标是测量高管薪酬有效性的重要指标。Jensen(詹森)和 Murphy(墨菲)较早研究了高管各种激励对绩效的敏感度,发现薪酬-绩效敏感度偏低,不符合最优契约法理念^[2]。Morck(莫克)等人发现这个敏感度存在区间效应。持股比例在0—5%之间,Q值与董事持股比例相关;在5%—25%之间,Q值与董事持股比例负相关;超过25%,二者又正相关^[3]。

国内学者对高管薪酬激励效果研究的结论也不一致。魏刚发现高管货币收入、高管持股与企业绩效不存在显著相关关系^[4]。高管的持股数量与公司绩效也不存在“区间效应”。李增泉以总经理、董事长的持股比例、年度薪酬为对象,研究了高管激励与公司业绩的关系,其结论也类似^[5]。于东智、谷立日发现,高管持股比例与公司绩效呈正相关,但不显著^[6]。李玲以行业为对象研究发现高管持股与公司绩效之间存在行业差异^[7]。陈志广指出,高管人员的年度报酬与企业业绩、企业规模、法人股比例等显著正相关^[8]。张俊瑞等人发现,高管年度人均报酬的对数与每股收益、国有股控股比例、高管层总体持股比例及公司总股本的对数呈现多元化线性关系^[9]。李维安发现只有在第一大股东持股

[收稿日期] 2010-04-28

[基金项目] 江苏省教育厅“青蓝工程”项目;江苏省教育厅高校哲学社会科学基金项目(07SJD630051);教育部人文社科项目(10YJA630110);江苏高校优势学科建设工程资助项目(审计科学与技术)

[作者简介] 马德林(1967—),男,浙江金华人,南京审计学院会计学院副教授,博士,从事财务管理理论与实务研究。

①对于高管的含义,不同的研究者有不同的理解。本文里的高管是指经董事会聘任的,以总经理为代表的执行层人员。

②与其他研究一致,我们将高管薪酬分为高管货币薪酬与高管持股水平两类。

比例在 20%—40% 之间时,高管持股比例和公司绩效之间才会呈现显著的正相关关系^[10]。

管理者权力法认为高管们会充分运用他们的权力来影响报酬的水平与结构,过高的薪酬实质反映的是代理问题。管理者权力法能够较好地解释在最优契约法下无法解释的高管报酬过高现象。Denis(丹尼斯)等人在控制了影响薪酬和公司丑闻的一些决定性因素后,发现股票期权的运用与公司发生欺诈性陈述的可能性呈现显著正向关系,激励性薪酬并不是完美无缺的^[11]。

卢锐发现,管理层权力型公司高管薪酬与盈利、亏损业绩的敏感度具有更为明显的非对称性。管理层权力的存在使得薪酬激励本身成为代理问题^[12]。吕长江结合中国的制度背景,通过研究发现高管薪酬中管理者权力的影响是存在的^[13]。

笔者认为,如图 1 所示,介于董事会强力控制与经理层强力控制之间存在着权力制衡区。权力制衡是指公司控制权的配置处于相对均衡状态。权力制衡区域内可能存在多个股权比例差不多的股东,他们中的任何两者或多者的联合都可能超过

第一大股东的持股比例,但他们中单独任何一方都无法完全控制公司。此时,经理层也可能乘机掌握了部分权力。在股权制衡型的上市公司中,各方之间存在的权力制衡关系将如何影响高管薪酬呢?这是值得研究的问题。

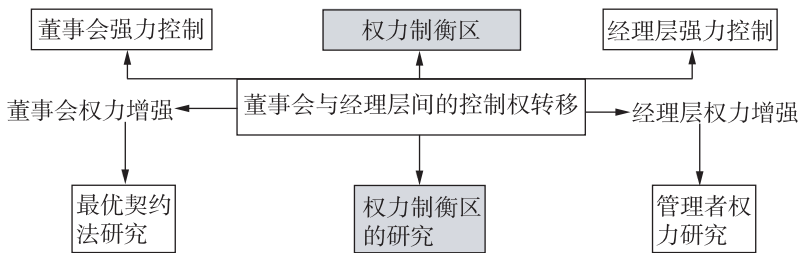


图 1 控制权配置与研究方法

二、研究设计

(一) 研究假设的提出

1. 股权制衡度与高管薪酬

所有权结构是否会对高管薪酬有影响? Mehran(梅伦)发现激励薪酬的使用会随着高管持股比例上升而下降^[14]。Douglas(道格拉斯)和 Santerre(桑蒂瑞)认为,如果所有权高度集中,所有者就有意愿和能力去监控管理者的行动,所有权集中程度与高管薪酬负相关^[15]。Hambrick(汉布里克)等发现拥有外部大股东的公司支付给 CEO 的薪酬水平要低于没有外部大股东的公司^[16]。由此我们提出以下假设。

假设 1a:股权制衡度越低,高管货币薪酬越低。

假设 1b:作为一种长期激励手段,高管持股水平应不受股权制衡程度的影响。

2. 企业业绩与高管薪酬

根据委托代理理论,公司绩效被认为是高管取得薪酬的重要依据,受托经营的高管实现的收益越高,高管应当得到的报酬越高,这就是薪酬的激励效应。因此,我们提出以下假设。

假设 2a:企业业绩越高,高管货币薪酬就越高。

假设 2b:企业业绩越高,高管持股水平就越高。

3. 企业性质与高管薪酬

我国存在不同所有制企业,如国有企业和民营企业。我们将最终控制人属于各级国有资产监督管理委员会、各国有企业集团、经济开发区管理委员会等所控制的企业归为国有企业,其他为民营企业。陈冬华等人发现,相对于更市场化运作的民营企业,存在薪酬管制的国有企业高管货币薪酬更低,在职消费成为显性薪酬的替代选择^[17]。因此,我们提出如下假设。

假设 3a:由于体制不同,国有上市公司的高管货币薪酬低于民营企业。

假设 3b: 由于体制不同, 国有上市公司的高管持股水平要低于民营企业。

4. 董事会特征与高管薪酬

在董事会规模、独立性、审计委员会设置、董事长与总经理两职是否合一等诸多特征中, 与高管薪酬密切相关的是董事长与总经理两职是否合一和是否设置了薪酬委员会。

(1) 两职是否合一。Judge(贾奇)等认为具有双重角色的总经理会因自身利益而干扰董事会议事^[18]。Dunn(邓恩)认为, 当权力过度集中于内部人时, 企业高管薪酬水平往往较高^[19]。由此我们提出以下假设。

假设 4a: 两职合一企业高管货币薪酬高于两职分离企业高管货币薪酬。

假设 4b: 两职合一企业高管持股水平高于两职分离企业高管持股水平。

(2) 薪酬委员会。薪酬委员会的存在可降低高管自定薪酬的可能性。Main(梅因)等认为, 薪酬委员会可能对高管薪酬产生重要影响, 以确保高管行为符合股东的利益^[20]。Ezzame(埃泽米)等也认为薪酬委员会的存在给企业董事提供了讨论高管薪酬的平台, 从而防止高管自定薪酬^[21]。Conyon(科尼)等发现, 如果薪酬委员会有大股东或其代表存在, 企业高管的薪酬往往较低, 而薪绩敏感性则较高^[22]。由此我们提出以下假设。

假设 5a: 设置薪酬委员会的企业高管货币薪酬低于无薪酬委员会的企业。

假设 5b: 设置薪酬委员会的企业高管持股水平高于无薪酬委员会的企业。

(二) 样本选择与变量定义

1. 样本选择原则与结果

本文将同时满足下列标准的公司作为研究对象。(1) 大股东持股比例低于 50% 的上市公司。(2) 披露高管货币薪酬与持股水平的公司。样本选择结果为 2003 年 357 家, 2004 年 423 家, 2005 年 446 家。其中, 股权制衡度大于 1 的公司有 473 家, 股权制衡度小于 1 的公司为 753 家。

2. 变量的选择与释义

本文研究的重点是股权制衡与高管薪酬, 因此股权制衡、高管薪酬是本文的主要观测变量, 其他为控制变量。具体的变量设定如表 1 所示。

表 1 变量选择与定义

变量名称	变量符号	变量基本定义
高管货币薪酬	LCOM	前三高管年度薪酬总和的对数
高管持股水平	LMSHARE	高管持股总数的对数
股权制衡度	CONTEST1	连续型变量, 第二至第十股东的持股比例之和与第一大股东持股比例比值
公司业绩	ROE	净资产收益率
财务杠杆	LEVERAGE	资产负债率
公司规模	LSIZE	公司资产规模的对数
企业性质	STATE	虚拟变量, 当公司为国有企业时为 1, 否则为 0
薪酬委员会	NC	虚拟变量, 当公司有薪酬委员会时为 1, 否则为 0
两职兼任情况	DUAL	虚拟变量, 当董事长与总经理分离时为 1, 否则为 0
行业特征	IND _i	虚拟变量, 依据证监会行业分类, 剔除金融类企业后分为 12 类, 以综合类为 0, 当公司属于行业某一类时, 该值为 1, $i = 1, \dots, 11$
地区特征	AREA _i	虚拟变量, 分为东部、中部和西部。以西部为基准, 当公司处于某地区时, 值为 1, $i = 1, 2$
年度变量	YEAR _i	虚拟变量, 以 2003 年为基准 0, 当为某年度时为 1, 否则为 0

注: (1) 限于信息披露, 本文采用了前三高管年度货币薪酬总额对高管货币薪酬进行计量。(2) 股权制衡度将通过最终控制人寻找、归并后计算, 即 $CONTEST1 = \sum_{i=2}^{10} \text{第 } i \text{ 个股东持股比例} / \text{第一大股东持股比例}$ 。

3. 样本数据的描述性统计

为比较,我们对全样本和以股权制衡度为标准分类的子样本进行了描述统计,见表2及表3。

(1) 第一大股东持股比例(经追索后)均值为32.19%。股权制衡度小于1的公司,第一大股东平均持股水平为36.52%。股权制衡度大于1的公司,第一大股东平均持股比例为25.3%。

(2) 根据定义,股权制衡度大于1,表示其他股东对第一大股东有更大的制衡力;反之,第一大股东占优势地位。全样本的股权制衡度均值为0.8825,说明第一大股东占优势地位的公司仍是多数。

(3) 就所研究的样本而言,高管货币薪酬均值为483850.2元,最高货币薪酬是512万元,最低货币薪酬仅为2.09万元,前者是后者的245倍。样本标准差较大,为453314元,这说明公司高管的薪酬有巨大差别。另外,股权制衡度小于1的公司高管薪酬均值(465065.2元)要低于股权制衡度大于1的公司(513755.3元)。这种差异是否合理,值得人们去思考。

(4) 由于历史原因,有相当多公司高管未持有公司股份(表中持股比例最小值为0),但也有高管拥有公司股份,其最大持股量达到25000万股,占公司总股本的42%左右,这说明公司高管持股差异极大。该差异是否能够产生显著效果呢?我们将通过实证予以检验。

表2 样本公司关键指标描述性统计(全样本)

指标名称	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
高管货币薪酬数额	1226	483850.2	453314	20900	5120000
高管持股总数	1226	2539536	1.46e+07	0	2.50e+08
高管持股比例	1226	0.018601	0.0877173	0	0.7026403
第一大股东持股比例	1226	0.3218803	0.0920791	0.081225	0.4998
股权制衡度	1226	0.8825309	0.6196076	0.0187397	4.873573

表3 样本公司关键指标描述性统计(以股权制衡度为标准划分)

指标名称	Contest1	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
高管货币薪酬数额	小于1	753	465065.2	426882.4	23000	4209860
	大于1	473	513755.3	491463.2	20900	5120000
高管持股总数	小于1	753	1438140	1.39e+07	0	2.50e+08
	大于1	473	4292921	1.54e+07	0	0.19e+08
高管持股比例	小于1	753	0.007063	0.0471131	0	0.5153674
	大于1	473	0.036969	0.1260259	0	0.7026403
第一大股东持股比例	小于1	753	0.3651531	0.0815041	0.122049	0.4998
	大于1	473	0.2529915	0.0606468	0.081225	0.407
股权制衡度	小于1	753	0.5000042	0.2656319	0.0187397	0.9452198
	大于1	473	1.4915	0.5281074	0.9518838	4.873573

三、模型设计与实证结果

(一) 模型设计

针对假设1至假设5,我们设定了以下两个模型来研究股权制衡状况与高管薪酬之间的关系。

模型1:关于高管货币薪酬与股权制衡度关系的研究

$$LCOM = \beta_0 + \beta_1 CONTEST1 + \beta_2 ROE + \beta_3 LSIZE + \beta_4 LEVERAGE + \beta_5 STATE + \beta_6 DUAL + \beta_7 NC + \sum_{i=8}^{19} \beta_i IND_i + \sum_{i=20}^{21} \beta_i AREA_i + \sum_{i=22}^{23} \beta_i YEAR_i + \varepsilon$$

模型2:关于高管持股与股权制衡度关系的研究

$$LMSHARE = \beta_0 + \beta_1 CONTEST1 + \beta_2 ROE + \beta_3 LSIZE + \beta_4 LEVERAGE + \beta_5 STATE + \beta_6 DUAL +$$

$$\beta_7 NC + \sum_8^{19} \beta_i IND_i + \sum_{20}^{21} \beta_i AREA_i + \sum_{22}^{23} \beta_i YEAR_i + \varepsilon$$

(二) 高管货币薪酬与股权制衡度的实证研究结果

为便于比较不同情况下股权制衡度对高管货币薪酬的影响,本文除了进行全样本回归外,还以股权制衡度等于1为分界点,分两类子样本进行回归。表4列示了回归的结果。

表4 全样本及依股权制衡度区分的子样本回归结果

变量符号	全样本			股权制衡度小于1的企业			股权制衡度大于1的企业		
	Coef.	t	P > t	Coef.	t	P > t	Coef.	t	P > t
LCOM									
_cons	4.719053	8.66	0.000	5.051181	7.05	0.000	3.972324	4.64	0.000
CONTESTI	0.2412657	6.72	0.000	0.430652	3.86	0.000	0.1974981	3.10	0.002
ROE	-0.0010838	-0.27	0.785	-0.0043161	-0.65	0.518	0.0005904	0.12	0.903
LSIZE	0.3544594	14.01	0.000	0.3336233	10.13	0.000	0.397595	9.94	0.000
LEVERAGE	-0.0549122	-1.75	0.080	-0.0437605	-1.20	0.231	-0.1714665	-2.56	0.011
STATE	0.0457373	0.98	0.327	0.0682154	1.06	0.289	0.0349473	0.49	0.625
DUAL	0.0275171	0.53	0.596	0.0471666	0.69	0.493	0.0050529	0.06	0.950
NC	0.1678536	3.89	0.000	0.1623423	2.85	0.004	0.1406726	2.07	0.039
其他变量回归结果略									
Number of obs	1226			753			473		
F 值	F(23, 1202) = 18.65			F(23, 734) = 9.88			F(23, 444) = 10.57		
P - value	Prob > F = 0.0000			Prob > F = 0.0000			Prob > F = 0.0000		
Adj R ²	0.2407			0.2062			0.3084		

从全样本的回归结果看,我们可以发现股权制衡度、公司资产规模、薪酬与考核委员会设置等都对高管薪酬水平有正向的显著影响,且通过了1%显著性水平。财务杠杆也对高管货币薪酬有显著影响,通过了10%的显著性水平。公司业绩没有通过显著性检验。

1. 股权制衡度与高管货币薪酬相关性是显著的,系数为正。就研究的样本总体而言,股权制衡度的提高(股权制衡度趋向于1或大于1),高管将获得更高薪酬,这验证了假设1a。在股权制衡趋强的环境里,公司高管在薪酬方面可能获得更多的谈判权,以提高自己的薪酬水平。

2. 公司业绩并不影响高管货币薪酬。表中的结论否定了假设2a。这与魏刚等人研究一致。笔者认为这可能说明两个问题:一是公司确实并不看重净资产收益率(ROE)指标,而可能看重其他业绩指标。二是年报上所公布的年度薪酬只是高管的基本薪酬,净资产收益率(ROE)指标并不反映激励效果。

3. 资产规模的扩大、地区的差异也对高管货币薪酬有正向的影响。一般说来,掌握更多资产的高管将承担更大的责任、具有更强的能力,因而也要求更高的薪酬。地区分布也对高管货币薪酬产生影响,越发达地区,高管货币薪酬越高。

4. 财务杠杆对高管货币薪酬有显著影响,通过了10%的显著性水平检验,回归系数为负,这说明债权人对企业高管货币薪酬能够实施有效影响。

5. 企业性质差异造成的高管货币薪酬差异并不显著,否定了假设3a,这说明企业性质(国有企业与民营企业性质的差异)并不是影响高管货币薪酬差异的关键因素。

6. 薪酬委员会的设置有利于高管货币薪酬的提高,这否定了假设5a。这可能与西方学者研究的结论不同。我国上市公司多数由传统国有企业改制而来,在高管薪酬体制上还存在低薪酬体系,因此当上市公司按规范公司治理的要求设置薪酬委员会时,就要尽可能制定符合市场的高管货币薪酬。但两职是否合一对高管货币薪酬的影响并没有通过显著性检验,否定了假设4a。这说明两职合一企业的董事长并不一定会有意提高自己的薪酬。

7. 子样本回归结果与全样本回归结果总体一致。股权制衡下的高管要求更高的货币薪酬,企业业绩与高管货币薪酬不具有显著相关性,规模、薪酬委员会的设置对高管货币薪酬有较显著的影响。但股权制衡度大于1与小于1的分样本回归显示,两类公司股权制衡度对高管货币薪酬敏感系数是不一样的。股权相对集中(股权制衡度小于1)的公司随着股权制衡度的提高(越近于1),要给予高管更高的货币薪酬(系数为0.43065)。在股权趋向分散下,为什么要给予高管更高的货币薪酬呢?这需要更深入地分析。高管货币薪酬对财务杠杆的敏感性程度在股权制衡度不同的两类企业中并不相同。股权制衡度小于1的公司,其财务杠杆没有对高管货币薪酬产生有效影响,而股权制衡度大于1的公司,该因素通过了5%显著性检验,这说明债权人对高管货币薪酬产生有效影响。

(三) 高管持股与股权制衡度关系的研究结果

为便于考察股权制衡度对高管持股情况的影响,本文除了进行全样本回归外,还以股权制衡度等于1为分界点,分两类子样本进行回归。表5列示了回归的结果。

表5 全样本及依股权制衡度区分的子样本回归结果

变量符号	全样本			股权制衡度小于1的企业			股权制衡度大于1的企业		
	Coef.	t	P > t	Coef.	t	P > t	Coef.	t	P > t
LMSHARE									
CONTEST1	0.313349	1.23	0.219	-1.843905	-2.62	0.009	1.896821	3.66	0.000
ROE	0.0518101	1.83	0.067	0.0634117	1.50	0.133	0.0431725	1.10	0.273
LSIZE	1.12851	6.28	0.000	1.304827	6.27	0.000	0.8316617	2.55	0.011
LEVERAGE	0.2243775	1.01	0.313	0.2964506	1.29	0.199	-0.180273	-0.33	0.741
STATE	-0.9556646	-2.88	0.004	-1.404223	-3.46	0.001	-0.879206	-1.51	0.132
DUAL	-0.5825903	-1.58	0.114	-0.903879	-2.08	0.038	0.0291356	0.04	0.964
NC	-0.3352954	-1.09	0.275	-0.253492	-0.71	0.481	-0.081465	-0.15	0.883
其他因素回归结果略									
Number of obs	1226			758			468		
F 值	F(22,1203) = 5.58			F(22,730) = 5.73			F(22,450) = 3.10		
P - value	Prob > F = 0.0000			Prob > F = 0.0000			Prob > F = 0.0000		
Adj R ²	0.0761			0.1215			0.0892		

从全样本的回归结果看,我们可以发现公司业绩、公司资产规模、企业性质等都对高管持股水平有显著影响,除公司业绩外,其他均通过了1%显著性水平,公司业绩通过了10%的显著性水平。股权制衡度没有通过显著性检验,薪酬委员会的设置、两职合一也没有通过显著性水平检验。

1. 就研究的样本总体而言,股权制衡度对高管持股水平并没有显著性反映,或者说高管持股水平并不受股权制衡度、股权结构的影响,假设1b得以检验。从长期激励角度看,无论是股权集中还是股权分散,在对高管持股水平上并没有显著性差异。

2. 资产规模的扩大、公司业绩、地区特征等对高管持股水平有显著的正向影响。原因之一是资产规模大的公司本身股份总量大,其可能有更多的股份可用于激励。地区差异(结果没有列示)表现为处于东部地区的上市公司更早、更多地采用股权激励,东部地区上市公司高管持股水平比西部地区公司高管持股水平要高。公司业绩对高管持股水平有显著性影响,假设2b得以验证。

3. 企业性质影响着高管的持股水平,假设3b得以验证。研究显示,国有上市公司难以运用股权激励模式(系数为-0.9557),与民营企业相比,其在采用股权激励方式上存在较大差异。这与历史、体制等因素有关。其一,多数国有上市公司在改制过程中,本身极少采用高管持股方式,而民营上市公司上市之初,多数高管本身就持有大量股份。其二,在当时的背景下,国内还处于股权激励方式的尝试阶段,正式实行股权期权激励制度是在2005年之后,因此这个研究结论是符合现实的。

4. 董事会特征对高管持股水平的影响。无论是全样本回归,还是分样本回归,两职合一与是否

设置薪酬委员会对高管持股水平的影响都不显著,否定了假设4和5,这说明在高管持股水平上,这两个特征并不是重要因素。

5. 子样本回归结果与全样本回归结果不一致。两个子样本中股权制衡度对高管持股水平有显著性影响,并通过了1%的显著性水平。我们发现,股权制衡度小于1的公司高管持股水平与股权制衡度具有负向关系(系数为负),这说明在股权相对集中的公司中,股权制衡度低,高管持股水平则低;股权越集中,高管持股水平越高。在股权制衡度大于1的公司中,高管持股水平与上述情况相反,股权制衡度越高,高管持有的股份越多。这反映了在股权相对分散的公司中,高管本身就是公司股东(尤其是民营企业),他们持股并制衡是正常的。其他因素与全样本回归结果一致。

四、结论

以上研究证明股权制衡对高管薪酬的影响是存在且显著的。股权制衡度越高,股权越分散,大股东应当给予高管的薪酬激励也越高(相对于股权集中情况)。因此,基于业绩的高管货币薪酬应当体现与业绩之间的高度敏感性。随着股权制衡度的提高,高管获得更多的权力,从而提高了高管自身的薪酬水平^[23]。

公司业绩对高管货币薪酬影响并不显著,高管薪酬更多的是受企业规模、地区、行业、年度差别的影响。分散化的股权应当给予高管更高货币薪酬以加强业绩导向的激励作用并没有得到实证支持。其原因在于:一是公司公布的货币薪酬只是公司高管的基本年度报酬,没有体现与业绩相挂钩的报酬内容,公司高管信息披露并不充分、透明。二是高管受到薪酬管制,从而表现出与业绩无关。三是公司高管薪酬确实未与业绩挂钩,因此未表现出与业绩之间的关联关系。总而言之,业绩导向的货币薪酬并未体现,这反过来又说明激励存在问题,即股权制衡环境下,更高薪酬激励的效果并没有体现在会计业绩上^[24-25]。

企业性质对高管货币薪酬影响并不显著,但对高管持股水平有显著性影响。这可能受制于当时的制度环境,即国有企业没有实施股权激励计划。我们相信,随着股票期权等激励计划的推行,高管长期激励水平将有更大的突破。

董事会特征并没有成为影响高管薪酬的关键因素,说明董事会在高管薪酬决策中趋于弱势。

参考文献:

- [1] Bebchuk L, Fried J. Executive compensation as an agency problem[J]. *Journal of Economics Perspective*, 2003, 17(3): 71-92.
- [2] Jensen M, Murphy K. Performance pay and top-management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 27(4): 225-264.
- [3] Morck R, Shleifer A, Vishny R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 16(2): 293-315.
- [4] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. *经济研究*, 2000(3): 32-39.
- [5] 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.
- [6] 于东智, 谷立日. 公司的领导权结构与公司绩效[J]. *中国工业经济*, 2002(1): 48-56.
- [7] 李玲. 管理层薪酬和持股激励效应的行业性差异分析——来自我国上市公司的实证证据[J]. *中央财经大学学报*, 2006(4): 65-72.
- [8] 陈志广. 高级管理人员报酬的实证研究[J]. *当代经济科学*, 2002(5): 45-55.
- [9] 张俊瑞, 赵文, 张建. 高级管理人员激励与上市公司经营业绩相关性实证分析[J]. *会计研究*, 2003(9): 66-78.
- [10] 李维安, 李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效[J]. *南开管理评论*, 2006(5): 56-67.

- [11] Denis D, Hanouna P, Sarin A. Is there a dark side to incentive compensation[R]. SSRN Working Paper, 2005.
- [12] 卢锐. 管理层权力与薪酬激励——来自中国上市公司的经验证据[C]. 中国会计学会 2006 年学术年会论文集, 2006.
- [13] 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): 79-86.
- [14] Mehran H. Executive compensation structure, ownership and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(4): 163-184.
- [15] Douglas D, Santerre A. The separation of ownership and control in east asian corporation[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 58(1): 267-309.
- [16] Hambrick B, Finkelstein H. The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(3): 187-225.
- [17] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2): 92-101.
- [18] Judge W, Naoumova I, Koutzevov N. Corporate governance and firm performance in russia: an empirical study[J]. Journal of World Business, 2003, 38(4): 385-396.
- [19] Dunn P. The impact of insider power on fraudulent financial reporting[J]. Journal of Management, 2004, 30(3): 397-412.
- [20] Main B, Johnson J. Remuneration committees and corporate governance[J]. Accounting and Business Research, 1993, 23(9): 351-362.
- [21] Ezzamel M, Wilson R. Market compensation earnings and bidding up of executive cash compensation: evidence from the UK[J]. Academy of Management Journal, 1998, 41(2): 221-231.
- [22] Conyon M, He L. Compensation committees and CEO compensation incentives in USA entrepreneurial firms[R]. University of Pennsylvania Working Paper Series, 2004.
- [23] 王敬勇, 薛丽达. 公司治理中股权制衡的博弈分析[J]. 审计与经济研究, 2007(2): 104-107.
- [24] 魏明海. 价值基础的业绩管理与报酬计划研究[J]. 审计与经济研究, 2008(3): 96-101.
- [25] 唐建琴, 李连军. 中国上市公司高管薪酬增长与公司业绩关系的经验研究[J]. 南京审计学院学报, 2007(1): 49-52.

[责任编辑: 马志娟]

Factors of Executive's Remuneration under the Power Balance with Shareholder Structure

MA Delin

(School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 210029, China)

Abstract: Executive's remuneration is one of the important issues of corporate governance. Different from the previous research, this paper will take power balance with shareholder structure factors into consideration about the question of executive's remuneration. The paper found that the degree of power balance with shareholder structure will have an impact on executive's remuneration. There is, however, no significant correlation between enterprise performance and executive's remuneration. This conclusion is contradictory to the traditional nature of incentive and restraint mechanism, which points out a right direction for further research.

Key Words: power balance; executive's remuneration; optimum contract; administrator power law