

政治联系方式、产权性质与高管薪酬契约

——基于政府补贴和政治身份的视角

吴成颂,唐伟正,黄送钦

(安徽大学 商学院,安徽 合肥 230601)

[摘要]从政府角度考察政治联系对于高管薪酬契约的影响可能会得到与企业角度截然不同的结论。鉴于此,使用2008—2011年沪市A股制造业的数据,分别选取政府补贴和高管政治身份作为衡量政府与企业角度政治联系的代理变量,首次比较不同政治联系方式对高管薪酬契约的影响差异。实证研究表明,虽然企业角度与政府角度衡量的政治联系均显著地提高了高管薪酬,但是从企业角度衡量的政治联系会削弱高管薪绩敏感性,而从政府角度衡量的政治联系却能显著提升高管薪绩敏感性。在进一步的产权性质对比研究后发现,政府角度政治联系对高管薪绩敏感性的提升效应在民营企业中表现得更为明显,而企业角度政治联系对高管薪绩敏感性的削弱效应则在国有企业中表现得更强。

[关键词]政治联系方式;政府补贴;政治身份;高管薪绩敏感性;产权性质;制造业;高管薪酬契约;薪酬粘性

[中图分类号]F203.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2015)01-0046-11

一、引言

近年来,随着国内媒体陆续曝光某些高管的天价年薪后^①,我国上市公司高管薪酬契约问题再次引起了学术界的广泛关注。传统的企业理论认为,高管薪酬契约是解决委托—代理问题的核心,设计良好的薪酬契约能够最大程度地减少代理成本,即所谓的“最优契约理论”。但在比较我国上市公司高管近年来水涨船高的年薪水平和普遍低迷的公司业绩表现后,明显与最优契约论相去甚远^②。随后,国内学术界尝试从公共治理与公司治理的各个角度给予解释,但正如章永奎和冯文滔等所指出的,已有研究忽略了我国转型期市场经济的一个最基本特征,即我国的市场经济是政府主导下的市场经济。言下之意,我国上市公司高管薪酬契约既可能是市场的产物,也可能是某些非市场因素的特定结果^[1]。

基于以上逻辑,部分学者开创性地将高管政治身份和高管薪酬契约联系在一起,研究发现,在我国经济转型过程中,政治联系对高管货币薪酬契约产生了显著的异化作用,如降低了高管薪绩敏感性、降低薪酬粘性、影响高管报酬的非对称敏感性、扩大了高管和员工之间的薪酬差距^[2-4,1]。不可否认,上述文献对于开拓政治联系影响高管薪酬契约的研究进行了奠基性的工作,但是究其本质,仍然只是从企业内部高管拥有政治身份的角度出发,而或多或少忽视了政府这一政企关系问题的主角,存

[收稿日期]2014-05-26

[基金项目]国家自然科学基金项目(71302113);国家社会科学基金重大项目(11ZD011)

[作者简介]吴成颂(1968—),男,安徽怀宁人,安徽大学商学院副院长,教授,博士后,从事公司金融、公司治理研究;唐伟正(1991—),男,安徽庐江人,安徽大学商学院硕士研究生,从事公司治理研究;黄送钦(1989—),男,湖北黄石人,安徽大学商学院硕士研究生,从事公司金融研究。

^①参见南方周末《年薪6000万,马明哲真的值?》,2008年7月24日。

^②重庆商报曾芳《年薪1973万,钟崇武成新“打工皇帝”》,“令人匪夷所思的是,部分净利润亏损公司也在为高管加薪。由于连续两年亏损,去年净利润1.1亿元的*ST京城刚在3月底年报披露后戴上ST帽子,而去年高管薪酬总额却由322.53万元增长至807.35万元,同比暴增150.32%”,2014年4月12日。

在“以偏概全”的可能性。事实上,从政府角度出发考察政治联系对高管薪酬契约的影响可能会得到与从企业角度出发截然不同的结论。

基于此思路,本文以2008—2011年沪市A股制造业企业为研究对象,分别选取政府补贴和高管政治身份作为衡量政府、企业角度政治联系的代理变量,实证检验了不同角度政治联系对于高管薪酬契约的影响,以期首次得到对于二者关系更全面的认识。研究表明,不同角度的政治联系对于高管薪酬契约的影响既有相同之处,又有完全相反的地方。具体来说,无论是企业角度还是政府角度衡量的政治联系都显著地提高了企业高管的货币薪酬水平,但是从企业角度衡量的政治联系会削弱高管的薪绩敏感性,而从政府角度衡量的政治联系却能显著提升高管薪绩敏感性。此外,通过进一步的产权性质对比研究后发现,政府角度政治联系对于民营企业高管薪绩敏感性提升的效果要显著大于国有企业的效果,而企业角度政治联系对于国企高管薪绩敏感性的削弱效应要显著强于民营企业的效应。以上结论意味着,企业(高管)在对待不同角度的政治联系时的确存在着不同的态度,而这种态度在不同性质企业中表现的程度也存在差异。

本文可能的理论贡献包括以下内容。第一,首次区分不同角度的政治联系对于企业高管薪酬契约的影响。已有的几篇文献都只关注到企业高管政治身份,而忽视了政府的角色,本文将研究视角扩展到企业外部,是对这一领域仅有少量研究的发展。第二,通过对比国有企业和民营企业,提出不仅要关注政治联系的激励效应,更应关注其激励效果。已有文献通常只关注前者,本文是对这一领域研究的深化。第三,已有研究虽然关注到政治联系影响企业价值、行为的内在机理,但对政治联系本身却未作分析,本文在此基础上进行了一系列拓展性工作。第四,通过实证分析和稳健性检验,本文的结论为转型期背景下国有企业“职业化经理人”政策提供了新的经验支持。

余文结构安排如下:第二部分为文献回顾与研究假设;第三部分为研究设计;第四部分为实证研究;第五部分为总结。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

目前,学术界对于政治联系的界定大致存在以下两种类型。第一种是显性政治联系。即那些与政府建立外在可见的联系,此类政治联系大多以一定的制度为依托,政府和企业可以形成稳定的制度性联系^[5]。第二种是隐形政治联系,顾名思义,这种类型的政治关联不以制度为依托,而更多是建立在私人关系的基础上,更通俗地说就是企业本身不具有明显政治身份但处于一定的政治关系网络中^[6]。由于第二类政治联系事前几乎无法界定,所以学术界一般以第一种作为衡量企业政治联系的标准。但值得注意的是,即便是显性的政治联系也存在着截然不同的表现形式,比如从企业自身角度出发,常见的形式为高管政治身份、企业政治捐赠、公益捐赠,或者从政府角度出发,以政府股权或政府财政补贴为代表^[7-10]。

目前,国内外关于企业政治联系的研究从数量上来说已经汗牛充栋,从内容上来看则主要关注对企业价值与企业行为的影响,而企业行为和企业价值也可以说是同一个问题的两个方面。关于政治联系对企业价值的影响,学术界目前尚未达成一致。持政治联系“效率论”的学者认为,由于政治联系通常能够使企业获得更多的银行贷款、更多进入资本市场的机会、更宽松的监管力度以及陷入危机后得到更多的政府救助金,因此,政治联系能显著提高企业价值^[11-14,8]。但矛盾的是,有学者在多个国家都找到了政治联系损害了企业价值的经验证据^[15],这便对政治联系的“效率论”提出了质疑。因此,持政治联系“寻租论”的学者认为,企业建立政治联系是为了在牟取私利后得到政治庇护的寻租过程,而政治家也需要企业为其“粉饰”政绩,如雇佣冗员提升当地就业率等^[2],因此,企业与政府之间的政治联系实际上掩盖的是一个各取所需的利益交换过程,最终必然损害企业价值^[11]。近年

来,随着研究的深入,有学者指出,之所以得出以上互相抵触的结论是因为未能深入探讨政治联系影响企业价值、行为的内在机理。刘慧龙和张敏等开创性地从薪酬激励的角度探讨了政治联系发挥作用的深层次原因,即通过激励具有政治身份的高管才能达成企业特定的目标^[2]。这实际上回答了政治联系在何种情况下提高、而在何种情况下又降低企业价值的问题。

随着改革的深入和公司治理制度的完善,我国上市公司高管薪酬与企业绩效之间的关系经历了从不相关到正相关的过程^[16-17]。尽管如此,我国上市公司高管薪酬契约制度在发展过程也出现了薪酬粘性大、薪绩敏感性低等问题^[18]。对于上市公司高管薪绩敏感性低的原因,国内学术界主要从企业经营和内部结构因素,如大股东持股比例及负债水平、机构投资者、内部控制质量、公司治理因素(董事会特征、管理层权利因素)等几大方面进行分析和解释^[19-22,3]。然而,尽管上述研究对于理解我国上市公司高管薪酬契约现状提供了较为全面的认识,但却未能回答为何同一行业、同一地域,企业特征相似的公司其高管薪酬契约依然存在较大差异。而在转型期的中国,由于法和金融体系的不完善,以关系为代表的非正式机制是深入理解中国经济运行规律一把重要的钥匙,在“大政府、小市场”的环境下,很多经济问题都或多或少受到市场以外力量的干扰。因此,从政治联系这一非正式机制寻求解释是发展薪酬契约研究的必然结果。

通过以上对政治联系和高管薪酬契约文献的梳理可以发现,转型期背景下,从政治联系角度解释我国上市公司高管薪酬契约具有“历史必然性”。然而,尽管现有研究已经逐渐认识到政治联系可能会对高管薪酬契约产生某种影响,但他们界定的企业政治联系在本质上都只是简单地建立在高管个人政治身份的基础之上。刘慧龙和张敏等指出,政治联系是企业与政府之间关系的重要环节,从企业角度来看,通过与政府建立紧密的联系,可以构筑获得政府帮助的渠道,而从政府角度来看,与企业的政治联系将有利于政府对其进行干预^[2]。现有研究已经发现不同行为主体看待政治联系的角度存在显著差异,但遗憾的是,却鲜有研究从政府角度和企业角度同时对政治联系进行衡量,并深入比较两者影响的差异。如前所述,显性政治联系的度量形式既包括企业角度也包括政府角度,行为主体的不同很可能引起行动结果的差异,仅仅从企业内部角度考察政治联系对高管薪酬契约的影响可能会产生一孔之见。

(二) 理论分析与研究假设

对于政府而言,在财政分权改革后,他们既有动力又有能力通过政策的执行施加对于企业的干预,而财政补贴作为政府主动干预企业的手段,很大程度上代表企业与政府之间特殊的政治联系^[10]。政府补贴会对高管薪酬契约产生何种影响,传统的公司治理理论并未涉及。实际上,此问题的解答离不开政府补贴对企业造成影响的分析。首先,为了激励高管努力工作,为企业创造更多的剩余价值,企业往往会提高其货币薪酬水平,但有限的利润会限制这一行为,此时,以财政补贴为纽带(企业与政府的特殊关系)便能够在一定程度上缓和这种限制。一方面,无偿的政府补贴能够直接提高企业的利润水平,弱化企业的预算约束,使得企业有资本发放高额薪酬吸引、激励企业高管;另一方面,政府补贴除了能够直接提高企业的预算水平外,其背后隐含的与政府特殊的关系还能够为企业带来额外的声誉效应,如向资本市场投资者、商业银行传递企业可靠的信号,从而获得更多的投资和更低的融资成本,这种声誉效应同样能够间接弱化企业的预算约束,减轻对高管高薪的束缚。其次,政府之所以向企业提供无偿的财政补贴,其目的之一便在于寻求一定的政治回报,如提高企业经营业绩,通过税收的形式支持地方财政等。高艳慧和万迪昉便指出,政府给企业高管补贴提高其薪酬是为了增强其提高企业业绩的积极性,而判断政府补贴对薪酬激励的效果必然会涉及薪绩敏感性,薪绩敏感性高自然意味着补贴激励是有效的^[23]。从理论上来说,政府希望通过补贴这种方式对企业乃至社会产生积极的影响,但是这种积极的影响是建立在一个有效的激励机制基础之上的。若政府一旦发现企业高管在拿到补贴后并未努力工作提高薪绩敏感性,反而使高管更加懒惰,削弱了其自生能力,那么政府在下期自然会减少对企业的财政补贴。因

此,虽然政府补贴会提高企业高管的绝对薪酬,但是却包含了很多政治信息,理性的高管在拿到财政补贴后会提升其薪绩敏感性,以期能够再次获得财政补贴。

政治身份是否会影响高管的薪酬水平及薪绩敏感性,传统的企业治理理论同样并未直接回答。如前所述,高管薪酬是公司治理的核心问题之一,因此,政治身份如何影响高管薪酬契约就取决于其对公司治理产生了哪些方面的影响。首先,高管政治身份虽然可以视为企业的一项政治资源,但归根结底是高管个人的一项社会资本,而在中国目前转型期背景下,社会资本,尤其是与政府良好的关系是决定企业发展甚至是生存的重要因素,在许多行业,政治资源甚至已经成为企业取得成功的基础。正所谓“僧多粥少”,企业对有限的政治资源,如人大代表和政协委员的竞争亦处于白热化的阶段。因此,高管政治身份作为企业迫切需要的政治资源能够提高高管在薪酬谈判时的议价能力。其次,管理层权利论认为,出于机会主义原因,权力大的高管能够俘获董事会,实现一定程度的薪酬自定。而在我国,由于深受“官本位”思想的影响,高管具备一定政治身份便意味着比没有建立政治身份的高管在企业内拥有更高的声望、更大的话语权,而这种声望和话语权既有助于高管实现薪酬自定,也会使员工对其高薪有更高的容忍度。现有研究已发现,高管政治身份会削弱公司治理机制^[1]。因此,当具备政治身份时,高管薪酬契约更可能接近管理层权利论而非最优契约论。通过以上分析可以发现,一方面,政治身份作为高管个人的社会资本提高了其在确定薪酬时的议价能力;另一方面,由于这项资源的稀缺性,企业会默认高管的高薪以讨好或激励高管利用政治身份为企业谋取相应政策收益。此外,从管理层机会主义角度出发,政治身份作为提高管理层权利的一种重要方式,使得高管有能力在提高薪酬水平的同时利用手中权力降低薪绩敏感性。

综合以上分析,我们提出如下假设。

假设 1a:无论是高管政治身份还是政府补贴,均与高管薪酬水平显著正相关。

假设 1b:同等条件下,高管政治身份会显著降低其薪绩敏感性,而政府补贴却能显著提高其薪绩敏感性。

从理论上来说,国有企业的所有者是“全体人民”或“国家”,但由于“全体人民”和“国家”是在现实中并不存在的抽象的、虚拟的概念,因此这种“所有者缺位”使得国有企业实际控制者为相关国有资产管理机构,具体的国有企业领导则再由国资委指派。而在我国经济转型过程中,一方面,政府逐渐地行政放权使国有企业高管拥有了更多的自主经营权利、更大发挥自主经营才能的空间;另一方面又缺乏对国企领导权利的监督制衡机制。这便构成了我国转型期背景下国有企业双重委托机制中特殊的“所有者缺位”和“内部人控制”并存的现象,因此相较于民营企业而言,国企管理层更具有追求私人利益的倾向。以政府补贴为例,已有文献表明政府在进行财政补贴决策时会向国有企业倾斜^[24],正所谓“肥水不流外人田”,国有企业获得补贴具有低成本甚至是无成本的特点^[23]。因此,监督的缺失和补贴的易得性意味着,国有企业领导在得到财政补贴后更倾向将其用于增加自身薪酬,且不会促使国企高管提升其薪绩敏感性。换言之,政府补贴对国企高管薪酬水平有激励效应,但无激励效果。而民营企业则不同,由于不存在双重委托机制,因此国有企业存在的“所有者缺位”和“内部人控制”问题在民营企业中的表现均不明显,明晰的产权界定使得民营股东既有动力又有能力对民营企业经理人进行监督,这便从制度上约束了民营企业高管利用政府补贴牟取私利的空间。此外,更为重要的一点是,对于民营企业而言,由于产权歧视和金融体系的落后,融资约束一直是阻碍其发展的最大障碍之一,此时,无偿的政府补贴更显得“弥足珍贵”,民营企业在得到无偿政府补贴后更可能将其用于生产性用途,而非提高高管个人报酬。并且,政府在发放财政补贴后一般会观察民营企业业绩是否得到了改善,并很大程度上以此为决定下一期补贴数量的依据,这便使得民营企业对高管提升经营业绩有了更高的要求,从而增加了业绩反映高管人员努力程度的信息含量,迫使民营企业高管强化其薪酬与绩效之间的关系,即政府补贴对民营企业高管薪酬水平无激励效应,而有激励效果。

已有研究表明,在转型期背景下,我国国有企业高管的个人追求目标具有很强的仕途发展倾向,而非成为职业经理人,因此,国企领导是实际上的“半官员”或“准官员”。与行政化的任命机制相对应的便是国有企业异化的经理激励机制。一方面,国企承担了很多政策性负担,本身不宜完全以利润最大化作为日常经营的目标,因此不得不以降低薪酬与经营业绩之间关联的方式激励国企领导;另一方面,由于“所有者缺位”和“内部人控制”导致的监督约束机制的缺失,也使得国企领导有能力降低其薪绩敏感性。归纳以上分析可以发现,对于国有企业而言,一旦其高管是具备一定政治身份的官员式领导,由于政府干预和薪酬管制等激励机制的异化以及相应监督机制的缺失,使政治身份对国有企业高管薪绩敏感性有很强的削弱效应。那么,以上分析同样适用于民营企业领导吗?徐细雄认为,不断深化的市场化改革导致地方政府基本放弃了对民营企业的干预和控制,民营企业高管与政府的关系也较国企领导更为疏远,企业内部的权力和官僚氛围相对淡薄,并且作为体制外人群,民企领导很难获得与国企领导一样的仕途升迁机会,因而他们对政治晋升的热衷程度要明显低于国企高管^[25]。此外,与国企不同,民营企业之所以聘请具有政治身份的高管目的不在于控制,而在于利用其与政府的政治关系为企业创造价值,因此,民企股东对具有政治身份的高管评价与考核也更多以公司的经营业绩为主,此时民营企业高管薪酬契约也更趋于市场化而非行政化产物^①。

综合以上分析,我们提出如下假设。

假设 2a:同等条件下,政府补贴对高管薪绩敏感性的提高效应在民营企业中表现得更为明显。

假设 2b:同等条件下,政治身份对高管薪绩敏感性的削弱效应在国有企业中表现得更为明显。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2008—2011年在上海证券交易所上市交易的A股制造业公司作为研究样本,研究所使用的上市公司的财务数据、公司治理数据来源于CSMAR数据库和上市公司年报,地区变量则根据樊纲和王小鲁等所编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》所划分^[26]。此外,本文按照如下标准对初选样本进行筛选:(1)剔除公司高管从职经历缺省或模糊的样本;(2)剔除关键财务变量缺省或披露不明确的样本。最终得到有效样本1474个。

(二) 研究模型与变量定义

1. 研究模型

为了检验政府补贴和高管政治身份对高管薪酬契约的影响,本文分别设置模型(1)和模型(2)进行实证检验,其中下标 it 表示第 i 个企业第 t 年的指标, α 代表变量回归参数, ε_{it} 代表回归残差。

$$Ln\text{pay}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ln\text{sub}_{it} + \alpha_2 Ln\text{sub} \times ROA_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 X'_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Ln\text{pay}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Poli_{it} + \alpha_2 Poli \times ROA_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 X'_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

2. 高管薪酬的度量

在模型(1)和模型(2)中, $Ln\text{pay}$ 为被解释变量,表示上市公司高管的绝对薪酬水平。我们借鉴了卢锐和柳建华等的做法^[21],同时使用上市公司年报中披露的“薪酬最高的前三位董事、监事、高管的薪酬”的自然对数和“薪酬最高的前三位高管薪酬”的自然对数作为代理变量,分别对应 $Ln\text{pay}1$ 与 $Ln\text{pay}2$ 。

3. 政府补贴和高管政治身份的度量

政府补贴和高管政治身份是本文的解释变量,设定为 $Ln\text{sub}$ 和 $Poli$,分别代表了从政府角度和企

^①以上分析旨在说明相对于国有企业而言,政治身份对民营企业高管薪绩敏感性的削弱效应较弱,而并不能证明政治身份对薪绩敏感性有积极作用,即与假设1的分析并不冲突。

业角度对政治联系的衡量。已有研究表明,将补贴作为从政府角度出发的政治联系代理变量具有相当的合理性^[10]。而在模型(2)中,Poli表示的是高管^①是否具有政治身份的哑变量。对于高管政治身份的界定,本文在借鉴Li等做法的同时并结合实际情况^[7],定义若样本公司的高管是现任或前任的政府官员、人大代表或政协委员,则认为其具有政治身份,并赋值1,否则为0。若出现内部提升高管在其提升前就具有政治身份,本文同样默认该公司在高管提升前已实际具有政治联系。

4. 企业经营业绩的度量

借鉴已有研究^[3,20],本文使用上市公司总资产收益率ROA来度量企业经营绩效。国外学者多使用托宾Q来衡量企业业绩,但由于近几年来中国股市波动极大,其市场价值并不能反映企业的真实业绩^[17]。此外,国内还有部分学者使用ROE作为业绩代理变量^[22],但由于ROE无法考量风险因素,高ROE可能只是企业过度使用财务杠杆的结果。基于以上考虑,本文不使用托宾Q和ROE。

5. 控制变量

X'是由多个企业特征变量和区域变量构成的向量集。根据现有文献,本文考虑了以下可能影响高管薪酬契约的因素,具体的变量定义见表1。

四、实证研究

(一) 描述性统计

表2报告的是描述性统计。从表2可以看出,Ln-pay1的各项数值普遍大于Ln-pay2,并且两者的标准差均超过0.7,说明制造业企业高管薪酬整体上存在着一定的差距。政府补贴最小仅为7.523,最大值达21.575,标准差为1.789,这说明各制造业企业在获得政府补贴方面待遇不同,政府补贴偏好差距如此之大,在一定程度

上表明政府发放补贴可能受到与企业关系强弱的干扰。而企业高管政治身份均值达到77%,标准差为0.421,说明制造业企业高管存在政治身份是较为普遍的现象,正所谓“趋之若鹜”。企业业绩变量ROA标准差仅为0.144,说明整体来看,各企业经营绩效差距不大。控制变量方面,除公司规模和独立董事规模外其他企业特征均差距不大。

表1 变量定义表

变量名称	变量简称	变量定义	预期关系	
被解释变量	高管薪酬 ₁	Lnpay ₁	薪酬最高的前三位董事、监事、高管薪酬的自然对数	
	高管薪酬 ₂	Lnpay ₂	薪酬最高的前三位高管薪酬的自然对数	
解释变量	政府补贴	Lnsb	当年获得财政补贴的自然对数	+
	政治身份	Poli	高管存在政治身份赋值1,否为0	+
控制变量	经营业绩	ROA	企业净利润与总资产之比	+
	企业规模	Lnasset	企业总资产的自然对数	+
	资产负债率	Debt	企业总负债与总资产之比	-
	两职兼任	Dual	出现兼任则赋值1,否为2	+
	独立董事规模	Indep	企业独立董事总人数	-
	股份性质	SOE	最终控制人为国家、政府赋值1,否为0	-
	西部地区	West	注册地在西部地区则赋值1,否为0	-
	东部地区	East	注册地在东部地区则赋值1,否为0	+
年份	Year	年度哑变量		

表2 描述性统计

变量	Lnpay ₁	Lnpay ₂	Lnsb	Poli	ROA	Lnasset	Debt	Dual	Indep	SOE	West	East
最小值	11.447	11.350	7.523	0	-4.161	17.467	0.032	1	1	0	0	0
最大值	16.456	15.789	21.575	1	0.664	26.487	3.886	2	8	1	1	1
均值	13.869	13.747	15.900	0.77	0.028	21.868	0.533	1.900	3.32	0.62	0.22	0.56
中位数	13.855	13.737	15.950	1	0.030	21.724	0.524	2.000	3.00	1	0	1
标准差	0.737	0.738	1.789	0.421	0.144	1.162	0.259	0.300	0.724	0.485	0.417	0.497

①本研究中高管特指企业内部高管,具体包括董事长、副董事长及总经理。据笔者统计,样本中极少出现非以上三个职位高管具有政治身份的情况。一方面,政治身份资源相对稀缺;另一方面也很少出现所谓“功高盖主”的情况。

(二) 多元回归分析

1. 政治联系方式与高管薪酬契约关系的多元回归分析

表3报告的是政府角度政治联系,即政府补贴对高管薪酬契约产生的影响。从表3可以看出,Lnsub与解释变量Lnpay1和Lnpay2在1%的水平上均显著正相关,说明政府补贴能显著提升企业高管薪酬水平。并且,Lnsub×ROA的交互项系数同样显著为正,意味着政府补贴能敦促企业高管提高其薪绩敏感性,均与假设1a相符。以上结果表明政府补贴不仅具有激励效应,同样也具有良好的激励效果。

表4报告的是企业角度政治联系,即高管政治身份对其薪酬契约产生的影响。与表3的结果类似,Poli的系数为正,表明政治身份提高了高管的绝对薪酬,P值依次为13.4和11.2,部分支持了假设1a。而Poli×ROA显著为负,并且这种负相关并未因为Lnpay1和Lnpay2的变化而改变。以上结果意味着,政治身份对于高管薪酬契约的影响没有政府补贴那样“正面”,高管可能利用其政治身份降低薪绩敏感性以牟取私利。通过表3和表4,我们发现了企业角度和政府角度政治联系对于高管薪酬契约的差异影响,现有研究仅以高管政治身份代表企业政治联系的做法的确存在着“以偏概全”。假设1a和假设1b均基本得到了验证。

2. 产权性质对政治联系方式与高管薪酬契约关系影响的多元回归分析

下页表5报告的是不同产权性质下模型(1)和模型(2)的多元回归结果。首先,以解释变量Lnpay1为例来比较国有企业和民营企业的差异。在国有企业的回归结果中,Lnsub的回归系数为0.066,在1%的置信水平上显著,而Lnsub×ROA回归系数为0.164,不显著。这表明对于国企领导而言,政府补贴虽然有提高其薪酬水平的激励效应,但却几乎没有政府所期望达到的激励效果。而在民营企业的回归结果中,Lnsub的回归系数为0.009,但不显著,Lnsub×ROA的回归系数为0.920,且在1%的置信水平上显著。这一结果恰恰与国有企业相反,表明对于民营企业而言,尽管政府补贴对其高管薪酬水平只有微弱的激励效应,但是却达到了很强的激励效果。以上实证结果反映了国有企业和民营企业对待政府补贴截然不同的态度,对于民营企业而言,正所谓“来之不易”,拿到政府补贴后会将其大部分用于生产性用途,补贴本身对高管能产生很强的激励效果。而对于国有企业而言,由于监督机制的缺失和财政补贴的易得性,国企领导在拿到补

表3 政治补贴与高管薪酬契约关系的多元回归分析

变量	全样本 Lnpay ₁		全样本 Lnpay ₂	
	Coefficient	T 值	Coefficient	T 值
Cons	8.578 ***	26.220	8.702 ***	26.095
Lnsub	0.053 ***	4.830	0.052 ***	4.636
Lnsub × ROA	0.424 ***	4.492	0.453 ***	4.708
ROA	-0.555 ***	-3.960	-0.597 ***	-4.178
Lnasset	0.218 ***	12.728	0.210 ***	12.017
Debt	-0.262 ***	-3.420	-0.236 ***	-3.015
Dual	-0.134 ***	-2.456	-0.201 ***	-3.604
Indep	0.038	1.646	0.038	1.616
SOE	-0.253 ***	-7.461	-0.168 ***	-4.874
West	-0.089 *	-1.889	-0.061	-1.257
East	0.217 ***	5.389	0.224 ***	5.476
Year	控制	控制	控制	控制
F	68.389		61.117	
Adj-R ²	0.350		0.324	
N	1474		1474	

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

表4 政治身份与高管薪酬契约关系的多元回归分析

变量	全样本 Lnpay ₁		全样本 Lnpay ₂	
	Coefficient	T 值	Coefficient	T 值
Constant	8.352	26.082	8.410	25.737
Poli	0.059	1.499	0.064	1.591
Poli × ROA	-0.853 ***	-2.701	-1.007 ***	-3.127
ROA	0.162 ***	5.218	0.177 ***	5.614
Lnasset	0.259 ***	17.118	0.252 ***	16.331
Debt	-0.135 *	-1.768	-0.106	-1.358
Dual	-0.129 **	-2.376	-0.184 ***	-3.324
Indep	0.059 **	2.551	0.056 **	2.383
SOE	-0.276 ***	-8.138	-0.194 ***	-5.621
West	-0.090 *	-1.895	-0.057	-1.181
East	0.242 ***	6.050	0.250 ***	6.136
Year	控制	控制	控制	控制
F	63.755		57.093	
Adj-R ²	0.323		0.299	
N	1474		1474	

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

贴后更倾向提高其个人报酬,此时,补贴的激励效果微乎其微。当解释变量变为 Ln_{pay2} 时以上分析并未发生实质变化,假设 2a 得到验证。

不同产权性质下高管政治身份是否也有类似的影响? 同样以解释变量 Ln_{pay1} 为例,国有企业样本中 Poli 的系数为 0.098,在 5% 的显著性水平上显著,而 Poli × ROA 的回归系数为 -1.405,也在 5% 水平上显著,说明当国企领导具有一定政治身份时,一方面会提高其薪酬水平,另一方面又会降低其薪绩敏感性。而在民营企业样本中,Poli 的系数为 -0.044,Poli × ROA 的系数为 -0.633,均不显著。以上结果意味着,不同产权性质下政治身份对高管薪酬契约的影响的确存在着差异,而民企高管作为“体制外”人群,即便他们拥有一定政治身份,其降低薪绩敏感性的动力也并不强烈,此时政治身份更多是作为企业在我国转型期背景下保护自己的一种手段,这些结果均反映了国企和民企对待高管政治身份的不同态度。此外,当解释变量为 Ln_{pay2} 时,以上分析并未失效,即假设 2b 同样得到验证。控制变量符号方面未发生重大变化,但可以看出某些变量的显著性在不同样本中发生了变化,如资产负债率、二合一、独立董事规模,说明它们影响高管薪酬契约的程度受到了产权性质的影响。

表 5 产权性质影响的多元回归分析

变量	国有样本				民营样本			
	Ln _{pay1}		Ln _{pay2}		Ln _{pay1}		Ln _{pay2}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constant	8.418 *** (21.408)	8.252 *** (21.080)	8.396 *** (20.503)	8.145 *** (19.998)	7.434 *** (12.385)	7.237 *** (12.712)	8.129 *** (13.516)	7.818 *** (13.733)
Ln _{sub}	0.066 *** (5.210)		0.067 *** (5.032)		0.009 (0.428)		0.008 (0.371)	
Ln _{sub} × ROA	0.164 (1.530)		0.204 * (1.833)		0.920 *** (4.746)		0.911 *** (4.695)	
Poli		0.098 ** (2.095)		0.112 ** (2.315)		-0.044 (-0.609)		-0.048 (-0.672)
Poli × ROA		-1.405 ** (-2.486)		-1.690 *** (-2.879)		-0.633 (-1.612)		-0.717 * (-1.827)
ROA	-0.092 (-0.556)	0.302 *** (5.639)	-0.151 (-0.872)	0.332 *** (5.981)	-1.291 *** (-4.556)	0.115 *** (2.927)	-1.276 *** (-4.496)	0.125 *** (3.197)
Ln _{asset}	0.205 *** (10.281)	0.248 *** (13.484)	0.203 *** (9.787)	0.247 *** (12.930)	0.282 *** (8.907)	0.301 *** (11.343)	0.256 *** (8.059)	0.281 *** (10.567)
Debt	-0.401 *** (-3.726)	-0.211 ** (-1.980)	-0.386 *** (-3.438)	-0.189 * (-1.704)	-0.043 (-0.382)	-0.039 (-0.356)	-0.015 (-0.131)	-0.010 (-0.093)
Dual	-0.041 (-0.511)	-0.029 (-0.369)	-0.099 (-1.200)	-0.061 (-0.756)	-0.236 *** (-3.117)	-0.265 *** (-3.447)	-0.303 *** (-3.991)	-0.335 *** (-4.363)
Indep	-0.001 (-0.041)	0.016 (0.616)	0.015 (0.565)	0.031 (1.166)	0.205 *** (4.274)	0.224 *** (4.675)	0.148 *** (3.076)	0.160 *** (3.344)
West	-0.113 ** (-1.982)	-0.110 * (-1.956)	-0.086 (-1.459)	-0.082 (-1.391)	-0.065 (-0.810)	-0.059 (-0.723)	-0.038 (-0.475)	-0.031 (-0.376)
East	0.239 *** (5.018)	0.266 *** (5.682)	0.245 *** (4.938)	0.274 *** (5.627)	0.154 ** (2.210)	0.188 *** (2.675)	0.174 ** (2.491)	0.202 *** (2.871)
Year	控制		控制		控制		控制	
F	48.611	46.937	44.979	44.118	32.626	29.247	28.177	25.508
Adj-R ²	0.356	0.338	0.337	0.323	0.380	0.341	0.345	0.309
N	919				555			

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

(三) 稳健性检验

为了保证研究结论稳健可靠,除上述研究外,本文还做了一系列稳健性检验,具体结果见表 6、表 7 及表 8。

1. 政治身份类别研究。郭剑花和雷宇曾经将高管政治身份划分为政府官员和代表委员两大类,并认为代表委员由于得到企业信任,会对其报酬非对称敏感性产生积极影响^[4]。本文结合这一观点并依照前文逻辑,政府官员式身份应当比代表委员式身份更严重地削弱其薪绩敏感性,即进一步寻求支持假设 2b 的经验证据。借鉴郭剑花和雷宇的做法^[4],本文设立新解释变量政治身份类别(Poli-

Class),定义当高管政治身份为政府官员时赋值1,否则(人大代表、政协委员)为0,预期回归系数为负数。由表6可知,无论解释变量是Lnpay1还是Lnpay2,PoliClass系数均显著为正且PoliClass×ROA系数显著为负。这表明政府官员相对于代表委员更严重地削弱了薪绩敏感性,绝对差距分别是1.451和1.507,这与前文分析在逻辑上是一致的。

2. 企业角度政治联系的替代变量。前文提到,针对企业角度的政治联系,除了高管政治身份外还存在企业政治捐赠、公益捐赠两种度量方式。马晓维和苏忠秦等便认为仅以高管个人政治身份衡量企业是否拥有政治联系主观性比较强,更为客观的方法是使用公司在政治选举期间的捐献或一定时期的公益捐赠作为代理变量^[27]。由于政治体制的差异,本研究借鉴Bai等人的方法^[9],使用企业公益捐赠率(Donation/Asset)代替高管政治身份作为衡量企业角度政治联系的新代理变量,由表7可知,Donation和Donation×ROA的系数分别与高管薪酬水平呈正相关和负相关,前者在1%的置信水平上显著,后者也接近显著。这与以高管政治身份为解释变量得出的结论基本一致。

3. 内生性问题。企业获得政府补贴和其高管薪酬可能会存在内生性,即政府补贴能提高其薪绩敏感性,而高的薪绩敏感性也可能使得企业获得更多补贴。因此,我们将Lnsb和ROA整体滞后一期,分别设定Lnsb_{t-1}和ROA_{t-1}重新进行回归。由下页表8可知,当解释变量为Lnpay1时,Lnsb_{t-1}和Lnsb_{t-1}×ROA_{t-1}的系数均为正,前者在1%的水平上显著而后者接近显著(P值为0.116)。当解释变量为Lnpay2时,Lnsb_{t-1}和Lnsb_{t-1}×ROA_{t-1}的系数均显著为正。这些结果与前文结论一致,因此基本可以排除内生性可能。

4. 除上述稳健性检验外,借鉴刘慧龙和张敏等以及高艳慧和万迪昉的做法^[2,23],本文还分别进行了如下测试:(1)剔除补贴为0的样本;(2)剔除高管薪酬低于10000的样本。所得实证检验均未改变研究结论,以上结果说明本文的研究是可靠的。

表6 政治身份类别研究

变量	全样本 Lnpay ₁		全样本 Lnpay ₂	
	Coefficient	T 值	Coefficient	T 值
Constant	7.867 ***	21.247	7.850 ***	21.060
PoliClass	0.154 ***	3.317	0.180 ***	3.853
PoliClass × ROA	-1.451 ***	-5.280	-1.507 ***	-5.448
ROA	1.808 ***	7.075	1.853 ***	7.203
Lnasset	0.291 ***	16.840	0.290 ***	16.708
Debt	-0.159 *	-1.722	-0.130	-1.403
Dual	-0.260 ***	-4.148	-0.339 ***	-5.379
Indep	0.068 **	2.496	0.057 **	2.089
SOE	-0.232 ***	-5.957	-0.141 ***	-3.592
West	-0.134 **	-2.405	-0.111 **	-1.985
East	0.228 ***	4.946	0.238 ***	5.133
Year	控制	控制	控制	控制
F	56.327		53.532	
Adj-R ²	0.354		0.342	
N	1134		1134	

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

表7 公益捐赠对高管薪酬契约影响的多元回归分析

变量	全样本 Lnpay ₁		全样本 Lnpay ₂	
	Coefficient	T 值	Coefficient	T 值
Constant	8.141 ***	25.512	8.225 ***	25.169
Donation	6.914 ***	4.423	5.315 ***	3.320
Donation × ROA	-11.322	-1.457	-4.913	-0.617
ROA	0.086 ***	6.264	0.087 ***	6.158
Lnasset	0.268 ***	18.025	0.260 ***	17.122
Debt	-0.157 **	-2.086	-0.132 *	-1.718
Dual	-0.091 *	-1.684	-0.150 ***	-2.705
Indep	0.053 **	2.313	0.052 **	2.182
SOE	-0.258 ***	-7.616	-0.179 ***	-5.169
West	-0.101 **	-2.143	-0.068	-1.399
East	0.243 ***	6.135	0.251 ***	6.182
Year	控制	控制	控制	控制
F	65.521		57.454	
Adj-R ²	0.329		0.300	
N	1474		1474	

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

五、总结

从现有研究的发展脉络来看,从政治联系角度解释高管薪酬契约具有“历史必然性”,我国学者基于高管政治身份对此进行了初步探索,开创了新的研究领域。然而,仅仅站在企业内部研究二者关系难免会产生一孔之见。鉴于此,本文以我国制造业上市公司为样本,分别选取政府补贴和高管政治

身份作为衡量政府和企业角度政治联系的代理变量,实证检验了各自对高管薪酬契约的影响。实证结果表明,政府补贴在提升高管薪酬水平的同时也提高了其薪绩敏感性,而对于高管政治身份而言,虽然同样与高管绝对薪酬水平显著正相关,但却削弱了薪绩敏感性。此外,通过产权性质的对比,本文进一步发现,政府补贴对于民营企业高管的激励效果显著强于国有企业,而政治身份对于薪绩敏感性的削弱作用在国有企业身上表现得更为明显。以上结果意味着,考察政治联系对高管薪酬契约的影响需要同时站在企业和政府的角度。

基于实证研究结果,本文可能的启示包括以下内容。首先,对于政府而言,不仅要注意激励效应,更应关注激励效果。具体来说,发放财政补贴后要“跟踪”观察被补贴企业及其高管的表现,若企业只是简单地将财政补贴转变为高层补贴,则政府在下期便应当逐步减少对其补贴数额。此外,对于国企而言,首当其冲应该改变的是其补贴低成本、无成本的特点。其次,本文证明了国企高管身份会降低其薪绩敏感性,因此若想改变这种状况首先便需要改革国企领导的行政化任命体制,而依据市场规则选聘职业经理人可能是不二选择。

本文可能的不足在于本文将样本限定在制造业,但政府补贴与制造业中的具体类别可能相关,更为精确的方法是按制造业具体类别对样本进行控制。此外,现有研究对于企业政治联系的度量方法较为单一,本文的处理也略显粗糙,比较好的思路是建立政治关联的综合指标。当然,这些都是我们下一步的研究方向。

参考文献:

[1]章永奎,冯文滔,杜兴强. 政治联系,薪酬差距与薪酬粘性——基于民营上市公司的经验证据[J]. 投资研究,2013(6):127-143.
 [2]刘慧龙,张敏,王亚平,等. 政治关联,薪酬激励与员工配置效率[J]. 经济研究,2010(9):109-121.
 [3]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):90-98.
 [4]郭剑花,雷宇. CEO 政治关系与薪酬-回报的非对称敏感性[J]. 山西财经大学学报,2012(4):87-97.
 [5]张祥建,郭岚. 政治关联的机理,渠道与策略:基于中国民营企业研究[J]. 财贸经济,2010(9):99-104.
 [6]Fisman R. Estimating the value of political connections[J]. American Economic Review,2001,91(4):1095-1102.
 [7]Li H, Meng L, Wang Q, et al. Political connections, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms[J]. Journal of Development Economics,2008,87(2):283-299.
 [8]Claessens S, Feijen E, Laeven L. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions[J]. Journal of Financial Economics,2008,88(3):554-580.
 [9]Bai C E, Lu J, Tao Z. Property rights protection and access to bank loans[J]. Economics of Transition,2006,14(4):611-628.
 [10]杨其静,杨继东. 政治联系,市场力量与工资差异——基于政府补贴的视角[J]. 中国人民大学学报,2010(2):69-77.
 [11]Fan J, Rui O, Zhao M. Rent seeking and corporate finance: evidence from corruption cases[R]. Working Paper,2006.
 [12]章铁生,徐德信,祝传玲. 政治关系与民营企业 IPO 机会[J]. 审计与经济研究,2012(3):76-85.
 [13]Johnson S, Mitton T. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 67(2):351-382.

表 8 内生性多元回归分析

变量	全样本 Lnpay ₁		全样本 Lnpay ₂	
	Coefficient	T 值	Coefficient	T 值
Cons	9.175 ***	12.998	9.285 ***	12.992
Lns _{t-1}	0.073 ***	3.260	0.071 ***	3.136
Lns _{t-1} × ROA _{t-1}	0.051	1.578	0.055 *	1.691
ROA _{t-1}	0.170 ***	3.791	0.171 ***	3.772
Lnsasset	0.172 ***	4.668	0.166 ***	4.462
Debt	-0.124	-0.706	-0.065	-0.363
Dual	-0.183	-1.632	-0.269 **	-2.366
Indep	0.086 *	1.773	0.086 *	1.736
SOE	-0.271 ***	-3.825	-0.182 **	-2.542
West	-0.059	-0.589	-0.036	-0.356
East	0.194 **	2.277	0.188 **	2.177
Year	控制	控制	控制	控制
F	18.260		16.540	
Adj-R ²	0.355		0.331	
N	1014		1014	

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

- [14] Faccio M, Masulis R. W, McConnell J. Political connections and corporate bailouts [J]. The Journal of Finance, 2006, 61 (6):2597-2635.
- [15] Boubakri N, Cosset J. C, Saffar W. Political connections of newly privatized firms [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14 (5):654-673.
- [16] 谌新民,刘善敏.上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J].经济研究,2003(8):55-63.
- [17] 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.
- [18] 方军雄.我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J].经济研究,2009(3):110-124.
- [19] 陈骏.谁影响了上市公司高管薪酬激励——来自中国证券市场的经验证据[J].山西财经大学学报,2010(9):70-79.
- [20] 张敏,姜付秀.机构投资者,企业产权与薪酬契约[J].世界经济,2010(8):43-58.
- [21] 卢锐,柳建华,许宁.内部控制,产权与高管薪酬业绩敏感性[J].会计研究,2011(10):42-48.
- [22] 张必武,石金涛.董事会特征,高管薪酬与薪绩敏感性——中国上市公司的经验分析[J].管理科学,2005(4):32-39.
- [23] 高艳慧,万迪昉.政府 R&D 补贴与科技人员薪酬激励——基于我国高技术产业面板数据的分析[J].科学学与科学技术管理,2013(2):112-118.
- [24] 邵敏,包群.地方政府补贴企业行为分析:扶持强者还是保护弱者?[J].世界经济文汇,2011(1):56-72.
- [25] 徐细雄.晋升与薪酬的治理效应:产权性质的影响[J].经济科学,2012(2):102-116.
- [26] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场指数——各省区市场化相对进程 2011 年度报告[M].北京:经济科学出版社,2011.
- [27] 马晓维,苏忠秦,曾琰,等.政治关联,企业绩效与企业行为的研究综述[J].管理评论,2010(2):3-10.

[责任编辑:高 婷]

Way of Political Connections, Property Rights and TMT's Compensation Contracts: Based on the Angle of Government Subsidies and Political Identity

WU Chongsong, TANG Weizheng, HUANG Songqin
(School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China)

Abstract: The impact of political connections on TMT's compensation contracts may be completely different from the angle of government or enterprise. In view of this, by using the data of China's A-share Listed companies in manufacturing from 2008 to 2011, we selected government subsidies and political identity as proxy variables of political connections of government and enterprise angle, this is the first research to compare the different impacts of different political connections on TMT's compensation contracts. Empirical studies show that: although both government and enterprise angle of political connections can significantly improve TMT's compensation, political connections based on enterprise would undermine TMT'S pay performance sensitivity, and political connections based on government are able to improve TMT's pay performance sensitivity. After a further comparative study based on property rights, we find that the enhancing effect of political connections from enterprise angle on TMT's pay performance sensitivity are more obvious in private enterprises, and the weakening effect of political connections from government angle on TMT's pay performance sensitivity are more obvious in SOEs.

Key Words: way of political connections; government subsidies; political identity; TMT's pay performance sensitivity; nature of property rights; manufacturing; TMT's pay contract; pay stickiness