

股权结构、债务约束与高管薪酬

——以 2008—2013 年上市公司为例

马德林¹, 杨 英²

(1. 南京审计学院 审计与会计学院, 江苏 南京 210029; 2. 三江学院 商学院, 江苏 南京 210037)

[摘要]与西方经济环境不同,中国上市公司向来存在大股东控制、债务软约束的治理环境。在这样的治理环境中,股东与管理层、大股东与小股东、股东与债权人之间的代理关系集中在公司高管层的激励与约束上。本文在控制了业绩、规模、行业等因素后,研究了大股东控制程度、财务杠杆水平等如何影响“货币薪酬+持股水平”这个薪酬包的结构与水平,且这种影响有些存在非线性关系。

[关键词]大股东控制;债务约束;薪酬结构;激励;代理理论;股权结构;高管薪酬;制度环境

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2015)02-0072-11

近几年来,高管薪酬成了全球资本市场关注的焦点。在西方,面对日益下滑的经济业绩,人们质疑处于财务困境的企业高管为何还获得“高薪”,甚至不降反升。在中国,这种质疑也不绝于耳。一是针对国有垄断企业过高薪酬与福利的质疑;二是对收入不公、贫富差距扩大的不满。由于我国市场与西方国家的成熟市场相比,具有独特的制度环境,如资本市场高速发展,但市场规则仍处于初级阶段;国有企业与民营企业体制差异依然存在;国有垄断企业、国有非垄断企业、民营企业资源禀赋差异并存;行政管制的薪酬模式与市场化的薪酬模式并存;大股东强势与债务软约束并存等现象,使得人们普遍对当前的高管薪酬制度不满,普遍怀疑高管薪酬的有效性^①。本文的基本结论及其贡献是大股东依据其控制力的大小、债权人依据负债水平的高低均会影响高管薪酬水平与结构,且这种影响是非线性的。企业性质与高新特征(高新技术企业)也显著影响高管薪酬包的设计,企业总是在货币薪酬与持股水平之间进行权衡。显然,其他因素,如公司治理特征、公司规模、业绩也将影响高管薪酬水平与结构。这些结论,有助于加快国有企业的市场化改革,深化高管薪酬包设计,协调企业短期利益与长期发展。

本文的结构如下:第一部分进行相关文献回顾;第二部分进行理论分析与假设提出;第三部分介绍样本、变量的选择及定义和模型的构建;第四部分进行描述性统计与实证分析;最后进行结论分析与启示。

一、相关文献回顾与述评

代理理论认为,在现代中国公司的代理问题不仅只是股东与管理层之间的代理问题,还存在于股东与债权人之间的代理问题和大股东与中小股东之间的代理问题。因此,高管薪酬可能受到股东结构与债务水平的双重影响。

[收稿日期]2013-12-13

[基金项目]教育部人文社科规划基金项目(10YJA630110);江苏高校优势学科建设工程资助项目(苏政办发[2011]6号);江苏省高校优秀中青年教师和校长境外研修计划

[作者简介]马德林(1967—),男,浙江永康人,南京审计学院审计与会计学院副教授,博士,从事高管激励、R&D投资和财务控制教学研究;杨英(1977—),女,浙江金华人,三江学院商学院讲师,从事财务会计、管理会计方面的教学与研究。

^①有意义的是,2014年8月29日,中共中央政治局召开会议,审议通过了《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》和《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》。为调整我国企业不合理的薪酬结构铺平了道路。

对于高管薪酬与股权结构的关系, Bin ke 等认为股权结构是高管薪酬绩效敏感度的函数, 股权集中度越低, 对高管薪酬评价可能越客观^[1]。而宋德舜结合中国特定的经济背景指出, 由于我国上市公司“一股独大”股权结构和股权性质差异, 导致只有政治激励能显著改善绩效, 金钱激励、国有股权性质、两职合一、债权人治理等却和绩效没有显著关系^[2]。杜兴强、王丽华区分了第一大股东与第二大股东的差异性研究对高管激励的影响。具有国有性质的第一大股东, 由于带有更综合的社会责任与要求, 使其持股比例与高管薪酬呈现显著的负相关关系, 而第二大股东(往往是民营股东)的持股水平与高管薪酬呈正相关关系^[3]。应惟伟集中于第一大股东对银行高管薪酬的影响, 发现第一大股东对公司的控制力强度与上市银行高管薪酬成正比^[4]。杨晋渝等认为股权结构与高管薪酬敏感度相关^[5], 但是王冰、尤晨的结论与前述不同, 股权结构与高管薪酬呈负相关, 第一大股东持股比例越高, 高管薪酬水平越低。当公司股权越分散时, 高管人员的“内部人控制”现象越明显, 高管薪酬水平也越高^[6]。

一些学者则特别关注另一层面的代理问题, 即债权人对高管薪酬的影响。Harvey 和 Shrieves 发现上市公司财务杠杆的使用一定程度上能抵制高管薪酬增长^[7]。Berk 则指出公司建立资本结构与管理者薪酬补偿相互协调的机制有利于降低公司资本成本^[8]。同样, 王志强等也发现资产负债率增高加大了破产风险, 从而高管要求更高的薪酬水平来补偿。因而资本结构可作为衡量高管薪酬是否合理的一种依据^[9]。

显然, 我们可以发现以上不同学者的研究结论是冲突和不一致的。一方面原因可能在于当着重股权结构的影响时, 忽视了负债水平对高管薪酬的影响; 或者当研究债务水平对高管薪酬影响时, 忽视了股权结构对高管薪酬的影响。另一方面, 以上研究均还没有考察非线性影响关系, 从而导致结论的差异。本文的研究试图弥补以上研究局限。

二、理论分析与假设提出

在我国“新兴+转轨”的渐进式改革中, 形成了以下基本经济现实: (1) 国有企业所有者呈现多元化, 但难以撼动国有控制权地位; (2) 民营企业蓬勃发展, 也同样存在大股东控制问题; (3) 尽管国有企业已经市场化经营, 但其管理体制依然存在行政色彩, 如高管具有相应行政级别待遇。在这样的经济现实背景下, 企业高管薪酬不仅会受到业绩的影响, 更受到来自体制、控制性股东的影响。

(一) 股权结构与高管薪酬

在股份公司中, 股权结构差异决定了公司权力的分配, 将影响整个企业的发展与运营。总的来说, 股权结构差异主要通过股权集中度和股权制衡度来衡量。

股权集中度反映了一家公司股权集中化的趋势。当股权高度集中于某个或某几个股东手里时, 就形成了控制性股东。当股东成为控制性股东时, 就可能存在两种利益权衡^[10]: 利益共享与利益侵害。当控制性股东的持股水平达到或超过一定水平时, 公司利益大部分归属于大股东所有, 因此, 大股东有责任、有能力也有动机参与企业的战略规划制定与实施, 也能积极实施对企业高管行为的监督, 包括薪酬政策的监督。这种行为效果不仅大股东享有, 其他中小股东也通过“搭便车”共享了此部分收益。但同时, 大股东也可能凭借其控制性地位, 通过一系列方式与行为“掏空”上市公司, 损害中小股东利益。因此, 大股东行为影响可能存在区间特征或非线性特征。

股权制衡度是指股东之间的权力制衡关系。若股东之间持股水平相当, 没有一个股东相比于其他股东具有持股从而达到控制公司的优势。在此情况下, 没有一个股东能够单独实施对公司战略、薪酬决策的影响。股权制衡优点是可以防止大股东“一股独大”所带来的不良后果, 一定程度上可以防止大股东的“掏空行为”。缺点是缺少核心股东, 当股东之间利益冲突, 权力制衡的后果是内耗, 实质上也损害公司价值。

股权结构是否影响高管薪酬呢? 笔者以为, 当股东趋于分散, 或趋于制衡状态时, 管理层可能乘

机掌握了更多公司决策权力,包括对薪酬政策、薪酬业绩指标的选择或薪酬水平的决策等。因此,股权制衡状态,高管薪酬可能更高。当股权结构中存在大股东时,在一定持股水平上,大股东更愿意参加公司决策与执行,反而降低了高管层的作用,也因此可能降低了高管薪酬的水平。若大股东基于成本与收益的考虑,而放弃参与监督的机会,控制权就可能向高管倾斜,高管就可能利用手中的权力影响薪酬^[11-13]。因此,大股东的存在对高管薪酬的影响可能是非线性关系,本文形成以下假设。

H₁: 股权结构影响高管薪酬结构与水平,大股东存在对高管薪酬是非线性的。

H₂: 股权结构影响高管薪酬结构与水平,股权制衡程度越大,高管越有机会影响和放大自己的薪酬。

(二) 债务约束与高管薪酬

传统代理理论认为,企业的代理问题除存在于股东与管理层间的利益冲突问题之外,还存在于股东与债权人之间的利益冲突。股东任何时候都希望发挥财务杠杆作用,以增加股东价值。因此,当公司债务水平处于低水平时,公司债务水平的提升,意味着高管财务杠杆运用能力的增加,从而增加了股东的价值。作为对高管能力的肯定,股东将给予高管更高水平的薪酬。因此,一定条件下高负债水平的公司高管可能薪酬更高。然而,作为债权人首先考虑的是投资本金的安全和可收回性。当公司已经居于高负债水平,面对高风险项目时,股东与债权人之间就会存在利益冲突。因此,债权人可能与企业签订相关的保护性条款以保证其资金的使用与安全,如(1)限制现金股利分配;(2)限定相关高管人员的任职或薪酬;(3)维持某一营运资金水平等。本文提出如下假设。

H₃: 债务水平影响到高管薪酬结构与水平,这种影响也是非线性的。

三、样本、变量选择与模型构建

(一) 样本选择

本文以2008—2013年底上市的所有上市公司为分析对象,但具体选择要求如下。(1)由于金融、保险和证券类上市公司与其他上市公司在业务性质等方面差异,因此不纳入统计样本。(2)剔除已退市、暂停上市的公司。(3)剔除营业收入和资产总额为0的公司。(4)剔除所有者权益为负的公司和无形资产投资值为负的公司。(5)剔除数据不全的公司,取得样本11985家。其中2008年度1483家,2009年度1576家,2010年度1928家,2011年度2196家,2012年度2393家,2013年度2409家。本文的数据来源为各上市公司年报以及国泰安(CSMAR)数据库。使用的统计软件为Stata12.0。

为便于分析比较,本文将样本划分为国有企业与民营企业^①以及高新企业与非高新企业^②,了解样本分布情况,统计发现,六年来,样本公司中民营企业得到在国家高层的激励与支持比重由38.71%上升至58.36%,而国有企业的这一比重由61.29%下降为41.64%。同时,高新企业技术认证制度促进了企业的技术创新热情与力度,有更多的企业成了高新企业,比例由39.51%上升到57.66%。

(二) 变量选择与定义

为研究大股东控制、债务约束与高管薪酬之间关系,依据前文所陈述的假设,本文对有关变量定义如下(见下页表1)。

由于还有众多因素影响薪酬水平,我们将以下因素列为控制变量。

1. 企业业绩。毫无疑问,理论上企业业绩与高管薪酬存在高度相关,获得更高业绩的公司高管应当获得更高的报酬。尽管一些实证结论可能并不支持此结论,但我们依然假设企业业绩与高管薪酬之间存在显著相关性。

①国有与民营性质的判断是基于上市公司控制性股东并通过最终追溯来判断。

②考察上市公司或其子公司是否取得高新技术企业认证,取得认证资格的就界定为高新企业。

2. 企业规模。一般而言, 公司资产规模越大, 高管承担的责任越大, 高管报酬理应越高。规模大的企业比小规模企业的管理者报酬更高。Murphy 认为, 由于受政治力量的影响, 规模大的企业可能更容易引起注意, 政治力量对管理者报酬的影响可能更大^[14]。

3. 企业性质。由于历史与体制的原因, 我国的市场经济还只是处于转轨经济过程中, 市场经济中存在着国有企业与民营企业两大经济成分。国有企业往往存在“内部人控制”, 从而自定薪酬, 导致国有企业高管薪酬高于市场化的民营企业。同时, 由于制度的局限, 国有企业高管持股水平低于民营企业。

4. 高新性质。2008 年的《高新技术企业认证管理办法》, 为创新型企业提供了良好的税收环境。依据该办法, 通过相关科技部门认证的企业, 在取得认证资格当年起的三年内, 享受所得税 15% 的优惠, 比普通企业 25% 的税率低 10%。这是国家从政策层面对企业研发 (R&D) 投资活动的强力支持。同样, 为鼓励高新企业研发活动, 高新企业股东可能会制定更高的薪酬标准和持股水平。

表 1 变量选择与释义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量 (高管薪酬)	货币薪酬	Exceve	公布的高管(董事、高管)货币薪酬总额, 对数值的符号 lexceve
	持股水平	Msr	公布高管(董事、高管)持股比例
解释变量	第一大股东持股比例	Blockown	第一大股东比例, 其平方项为 Blockown ²
	股权制衡度	Shrhfd10	前十大股东持股比例平方和
	债务约束	Leverage	资产负债率, 其平方项符号为 Lev ²
	企业业绩	Roa	公司公布的加权平均资产收益率
控制变量	企业规模	Size	企业资产规模, 其对数符号为 Lsize
	企业性质	Soe	哑变量, 若国有为 1, 民营为 0
	高新性质	T	哑变量, 若高新为 1, 否则为 0
	两职合一	Dual	哑变量, 若两职合一为 1, 否则为 0
	独立董事比例	Outdirate	独立董事占董事会比例
	地区差异	Areae	哑变量, 若东部为 1, 否则为 0
		Aream	哑变量, 若中部为 1, 否则为 0
	行业差异	Industryi	若某行业, 值为 1, 否则为 0, 对照行业为 M 行业
年度变量	Yeari	以 2008 年为基准, 若为某年, 则为 1, 否则为 0	

5. 公司治理特征。高管激励机制是公司治理机制核心内容之一, 不同的公司治理特征将影响高管薪酬。本文主要考察两个公司治理变量, 即两职合一和董事会独立性。

董事长与总经理两职合一与否是重要的治理变量, 它反映了公司最重要的权力, 即监督权与执行权配置问题。两职合一使董事长掌握了缺少监督的权力以影响高管薪酬, 有自定薪酬之嫌, 提高自己的薪酬价值。实施独立董事制度, 目的就是提高董事会独立性, 发挥独立董事在薪酬制定中的客观、公正和专家作用。多数独立董事均担任公司薪酬与考核委员会重要成员, 因此董事会独立性增强, 将影响高管薪酬。

(三) 模型设计

为研究大股东控制、债务约束与高管薪酬之间关系, 本文设计以下两个模型。

模型 1: 衡量高管货币薪酬与股权结构、债务约束关系的多元回归模型

$$Lexceve = \beta_0 + \beta_1 Blockown + \beta_2 Blockown^2 + \beta_3 Shrhfd10 + \beta_4 Leverage + \beta_5 Lev^2 + \beta_6 ROA + \beta_7 Lsize + \beta_8 SOE + \beta_9 T + \beta_{10} Dual + \beta_{11} Outdirate + \beta_{12} Areae + \beta_{13} Aream + \sum_{i=14}^{24} Industry_i + \sum_{i=25}^{29} \beta_i Year_i + \varepsilon$$

模型 2: 衡量高管持股水平与股权结构、债务约束关系的多元回归模型

$$Msr = \beta_0 + \beta_1 Blockown + \beta_2 Blockown^2 + \beta_3 Shrhfd10 + \beta_4 Leverage + \beta_5 lev^2 + \beta_6 ROA + \beta_7 Lsize +$$

$$\beta_8 SOE + \beta_9 T + \beta_{10} Dual + \beta_{11} Outdirate + \beta_{12} Areae + \beta_{13} Aream + \sum_{i=14}^{24} \beta_i Industry_i + \sum_{i=25}^{29} \beta_i Year_i + \varepsilon$$

四、描述统计与实证结果

(一) 相关变量的描述性统计

表2和下页表3列示了样本企业高管薪酬、高管持股水平、第一大股东持股水平、债务水平、资产规模、资产报酬率、加权平均净资产收益率、股权制衡度的均值、中位数、标准差、最小值与最大值。同时,按企业性质差异和高新特征差异对上述变量进行子样本的统计。

从表2和下页表3可以看出,全样本的高管平均货币薪酬为388.5万元,中位数为281.9万元,最小值为34000元,最大值为12000万元,公司间差异极大。按企业性质比较,国有企业的高管平均货币薪酬是426万元,中位数为304.2万元,最小值为45000元,最大值为12000万元;民营企业的高管平均货币薪酬是353.4万元,中位数为262.8万元,最小值为34000元,最大值为5580万元,可以发现民营企业的平均货币薪酬、中位数均低于国有企业,全样本最大货币薪酬也来自国有企业。这或许由于我国巨型企业主要还是国有企业占主导有关。再从高新性质来看,非高新企业的高管平均货币薪酬是402.4万元,中位数为277万元,最小值为34000元,最大值为10600万元;高新企业的高管平均货币薪酬是374.5万元,中位数为287万元,最小值为45000元,最大值为12000万元,可以发现高新企业的平均货币薪酬、中位数等与非高新企业接近,而最高货币薪酬则来自高新企业。

全样本的高管平均持股水平为10.4%,中位数为0.0085%,最小值为0,最大值为89.7%,公司间差异极大。按企业性质比较,国有企业的高管平均持股水平是0.533%,中位数为0.000975%,非常低;最小值为0,最大值为62.7%。民营企业的高管平均持股水平是19.6%,中位数为3.89%,普遍高于国有企业;最小值为0,最大值为89.7%,公司间差距也大。再从高新性质来看,非高新企业的高管平均持股水平是4.53%,中位数为0.001%,最小值为0,最大值为89.2%;高新企业的高管平均持股水平是16.1%,中位数为0.022%,最小值为0,最大

表2 主要观测变量按企业性质划分的描述性统计

企业性质	观测变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
民营企业	货币薪酬(万元)	6192	353.4	262.8	360.2	0.0034	5580
	持股水平	6192	0.196	0.0389	0.239	0	0.897
	资产规模(亿元)	6192	35.2	15.9	73.7	0.058	1070
	财务杠杆	6192	0.376	0.358	0.216	0.00708	0.998
	资产收益率	6192	0.0633	0.0579	0.0949	-0.723	4.091
	净资产收益率	6169	7.091	5.940	19.77	-389.1	934.3
	大股东比例	6192	33.90	31.56	14.77	2.197	89.41
	股权制衡度	6192	0.160	0.133	0.114	0.000506	0.800
	货币薪酬(万元)	5793	426	304.2	488.9	0.0045	12000
	持股水平	5793	0.00533	9.75e-06	0.0320	0	0.627
国有企业	资产规模(亿元)	5793	174	36.3	806	0.104	23400
	财务杠杆	5793	0.519	0.536	0.201	-0.195	0.994
	资产收益率	5793	0.0494	0.0420	0.186	-2.746	10.62
	净资产收益率	5750	5.140	5.440	23.47	-1093	293.3
	大股东比例	5793	39.27	38.64	15.91	3.620	86.42
	股权制衡度	5793	0.195	0.167	0.133	0.00348	0.760
	货币薪酬(万元)	11985	388.5	281.9	428.8	0.0034	12000
	持股水平	11985	0.104	8.83e-05	0.197	0	0.897
全样本	资产规模(亿元)	11985	102	23.6	567	0.058	23400
	财务杠杆	11985	0.445	0.450	0.221	-0.195	0.998
	资产收益率	11985	0.0566	0.0499	0.146	-2.746	10.62
	净资产收益率	11919	6.150	5.640	21.66	-1093	934.3
	大股东比例	11985	36.50	34.79	15.57	2.197	89.41
	股权制衡度	11985	0.177	0.149	0.125	0.000506	0.800

值为89.7%,可以发现高新企业的平均持股水平、中位数等均远高于非高新企业。

从表3和下页表4还可以看出,全样本公司第一大股东持股平均水平为36.5%,接近于中位数。

国有企业大股东持股水平在 39.27%,民营企业则为 33.9%,相差大约 5% 左右。高新企业大股东持股水平为 35.17%,非高新企业则为 37.85%,相差也大约在 3% 左右。全样本公司的股权制衡度为 0.177,国有企业股权制衡度在 0.195,民营企业则为 0.16。高新企业股权制衡度为 0.165,非高新企业则为 0.189。其他指标的状况参阅表中数据。

简言之,从描述性统计

表 3 主要观测变量按高新性质划分的描述性统计

高新性质	观测变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
非高新企业	货币薪酬(万元)	5933	402.4	277	483.1	0.034	10600
	持股水平	5933	0.0453	1.48e-05	0.135	0	0.892
	资产规模(亿元)	5933	146	29.6	692	0.058	23400
	财务杠杆	5933	0.501	0.517	0.214	-0.195	0.998
	资产收益率	5933	0.0539	0.0444	0.199	-2.746	10.62
	净资产收益率	5883	5.688	5.620	24.65	-1093	465.6
	大股东比例	5933	37.85	36.30	16.76	2.197	89.41
高新企业	股权制衡度	5933	0.189	0.161	0.138	0.000555	0.800
	货币薪酬(万元)	6052	374.9	287	367.3	0.0045	12000
	持股水平	6052	0.161	0.00215	0.230	0	0.897
	资产规模(亿元)	6052	59.1	19.2	406	0.125	21700
	财务杠杆	6052	0.390	0.382	0.214	0.00752	0.988
	资产收益率	6052	0.0592	0.0556	0.0588	-0.415	0.586
	净资产收益率	6036	6.600	5.675	18.26	-303.6	934.3
全样本	大股东比例	6052	35.17	33.63	14.18	2.197	86.49
	股权制衡度	6052	0.165	0.140	0.109	0.000506	0.759
	货币薪酬(万元)	11985	388.5	281.9	428.8	0.0034	12000
	持股水平	11985	0.104	8.83e-05	0.197	0	0.897
	资产规模(亿元)	11985	102	23.6	567	0.058	23400
	财务杠杆	11985	0.445	0.450	0.221	-0.195	0.998
	资产收益率	11985	0.0566	0.0499	0.146	-2.746	10.62
全样本	净资产收益率	11919	6.150	5.640	21.66	-1093	934.3
	大股东比例	11985	36.50	34.79	15.57	2.197	89.41
	股权制衡度	11985	0.177	0.149	0.125	0.000506	0.800

上看(从均值与中位数看):(1)国有企业比民营企业具有更高的货币薪酬却具有更低的持股水平,反之亦然。(2)高新企业比非高新企业具有更高的货币薪酬和持股水平,反之亦然。(3)民营企业的规模远小于国有企业平均规模。高新企业则比非高新企业具有更低的资产规模。(4)国有企业比民营企业具有更高的负债水平;高新企业则比非高新企业具有更低的债务结构。(5)国有企业的资产收益率远低于民营企业,净资产收益率反映的结果也一样。(6)高新企业的资产收益率远高于非高新企业,净资产收益率反映的结果也一样。

(二) 高管薪酬结构分析

公司给予高管的薪酬综合往往叫“薪酬包(executive compensation package)”。Murphy 较全面地分析了美国公司的高管薪酬包结构^[14]。他指出,大多数公司高管薪酬包由四个部分组成:基础工资、基于会计绩效的年度奖金、股票期权和长期激励计划(包括限制性股票计划和基于多期会计绩效的报酬计划)。在中国,由于权益激励(包括股票、股票期权、限制性股票等)政策于 2006 年才开始实施,且实施条件要求高,目前仅有少数公司推行此类计划,因此,我国上市公司高管薪酬包主要由两部分组成:年度货币薪酬(简称“年薪”)和股权薪酬(持股水平)。为考察薪酬包的组成状况,笔者以各公司当年末最后一个交易日的收盘价乘以高管持股数量作为高管持股价值计量,因此,高管年度薪酬总价值为高管货币薪酬价值+股权薪酬价值,高管薪酬结构就是指这两种价值占总价值的比例,结果如下页表 4 和表 5 所示。

表 4 和表 5 分别从企业性质、年度、高新特征与行业差异展示了高管薪酬结构,这个薪酬结构分别从均值和中位数来反映。表 5 显示,总体而言,国有企业的持股价值与货币价值(均值)之比从约为 17% :83%,民营企业则为 62% :38%。从中位数数据分析,国有企业高管的持股价值与货币价值比 1.5% :98.5%,民营企业则为 97.8% :2.2%,说明国有企业的高管薪酬中货币薪酬占较大部分,而民营企业是持股价值占较大比例,这是与国有企业显著不同的地方。从 2008 年至 2013 年间的变化

趋势上看,则反映出持股价值比例上升,货币价值下降的趋势,部分说明了高管薪酬模式的改变。

表4 按企业性质和高新性质分年度统计的高管薪酬结构

年度	统计变量	民营企业		国有企业		非高新企业		高新企业	
		股权价值比例	货币薪酬比例	股权价值比例	货币薪酬比例	股权价值比例	货币薪酬比例	股权价值比例	货币薪酬比例
2008	均值	0.427	0.573	0.142	0.858	0.191	0.809	0.345	0.655
	中位数	0.139	0.861	0.0188	0.981	0.0260	0.974	0.0864	0.914
2009	均值	0.455	0.545	0.156	0.844	0.208	0.792	0.382	0.618
	中位数	0.209	0.791	0.0087	0.991	0.0035	0.996	0.104	0.896
2010	均值	0.596	0.404	0.186	0.814	0.261	0.739	0.535	0.465
	中位数	0.978	0.0225	0.0226	0.977	0.0324	0.968	0.667	0.333
2011	均值	0.645	0.355	0.163	0.844	0.257	0.743	0.568	0.432
	中位数	0.988	0.0119	0.0148	0.991	0.0225	0.978	0.927	0.0732
2012	均值	0.693	0.307	0.185	0.815	0.302	0.698	0.627	0.373
	中位数	0.990	0.0099	0.0128	0.987	0.0341	0.966	0.974	0.0264
2013	均值	0.682	0.318	0.181	0.819	0.305	0.695	0.597	0.403
	中位数	0.988	0.0117	0.0113	0.989	0.0313	0.969	0.943	0.0567
全样本	均值	0.616	0.384	0.170	0.830	0.257	0.743	0.540	0.460
	中位数	0.978	0.022	0.015	0.985	0.025	0.975	0.755	0.246

从高新特征区分的子样本结果统计上看,非高新企业持股价值对货币价值比 25.7%:74.3%,而高新企业的比例为 54%:46%。从中位数数据分析,高新企业高管的持股价值与货币价值比 75.5%:24.6%,非高新企业则为 2.5%:97.5%,说明在非高新企业的高管薪酬结构中以货币激励为主,高新企业中以持股激励为主。从 2008 年至 2013 年间的变化趋势上看,也同样反映了持股价值比例上升,货币价值下降的趋势,这说明我国的薪酬模式正在改变。

另外,从行业角度分析,我们可以发现信息技术行业的高管薪酬结构显著不同于其他行业。平均而言,信息技术行业的薪酬结构为 64.4%:35.6% (中位数比为 98.3%:1.7%),股权价值高于货币价值。而其他行业的薪酬结构基本上是货币价值比重高于股权价值比重。这其实也反映了中国企业的薪酬现实,货币激励为主,辅之以少量的股权激励。那么这种结构是如何受到股权结构与债务契约影响的呢,本文将通过以下模型进行分析。

表5 按行业类别统计的(2008—2013年)高管薪酬结构

行业类型	统计变量	股权薪酬比例	货币薪酬比例	行业类型	统计变量	股权薪酬比例	货币薪酬比例
农、林、牧、渔业本门类	均值	0.424	0.576	信息技术业	均值	0.644	0.356
	中位数	0.125	0.875		中位数	0.983	0.017
采掘业	均值	0.195	0.805	批发与零售业	均值	0.289	0.711
	中位数	0	1		中位数	0.0920	0.908
制造业	均值	0.446	0.554	房地产业	均值	0.215	0.785
	中位数	0.202	0.798		中位数	0.0152	0.985
电力、煤气和水的供应业	均值	0.117	0.883	社会服务业	均值	0.372	0.628
	中位数	0.00915	0.991		中位数	0.0635	0.937
建筑业	均值	0.416	0.584	传播与文化业	均值	0.341	0.659
	中位数	0.115	0.885		中位数	0.00623	0.994
交通运输、仓储业	均值	0.159	0.841	综合类	均值	0.176	0.824
	中位数	0.0074	0.993		中位数	0.0363	0.964
全样本	均值	0.4	0.6				
	中位数	0.117	0.883				

注:本表行业分类依据中国证监会 2001 年的行业分类指引。

(三) 主要观测变量 pearson 相关系数

为考察变量的相关性程度,减少回归模型中的共线性问题,本文对主要观测变量计算了 pearson 相关系数,显著性水平为 5% (见表 6),均通过了显著性检验。

(四) 回归结果

表 7 和表 8 列示了两个模型全样本和子样本回归结果。每个表中同时列示了按企业性质和高新特征进行的子样本回归结果,因此每个表中分别有五个模型。考虑到一些变量可能存在的异常值,本文回归分析时对高管持股水平 (msr)、资产报酬率 (roa) 进行了缩尾处理,回归结果分析如下。

1. 股权结构与高管薪酬

表 7 和表 8 的回归结果显示,股权结构影响了企业高管货币薪酬与持股水平。且大股东的持股水平对高管货币薪酬与持股水平的影响均呈现非线性关系。

从货币薪酬模型看(表 7),大股东持股水平对高管货币薪酬回归系数为 -0.00789,是反向变动关系,该系数通过了 1% 的显著性水平检验。说明在大股东控制越强的情况下,大股东本身参与企业决策与经营的程度越高,高管货币薪酬也越低,且这种关系是非线性的。回归系数 -0.0000964,也通过了 1% 的显著性检验,说明大股东对高管货币薪酬影响总体上是呈下降趋势,但中间有变化,是非线性负相关的。为何大股东控制程度越高,高管货币薪酬会下降呢? 这需要结合下文的薪酬结构进行分析。从子样本回归看,两类样本间结果存在差异。在民营企业中,

大股东存在对高管货币薪酬的约束作用,而国有企业不存在,这其实正好说明国有企业的高管薪酬受到管制而无关大股东影响的事实。但是,大股东对高管货币薪酬的非线性约束作用却在国有企业中存在,因此。当国有企业中大股东持股水平达到一定程度时,其对高管货币薪酬约束力增强。另一类别的子样本回归结果显示,高新企业的大股东存在对高管货币薪酬的约束作用,但不存在非线性效应;非高新企业里的大股东在持股水平达到一定比例后存在非线性的约束作用。

从高管持股水平模型看(表 8),大股东控制对高管持股水平影响是正相关的,系数为 0.00253,通

表 6 主要观测变量间的 pearson 相关系数

	Lexcev	blockown	leverage	shrhfd10	lsize	roa
Lexcev	1					
blockown	0.0439 * 0.0019	1.0000				
leverage	0.0470 * 0.0009	0.0398 * 0.0050	1.0000			
shrhfd10	0.0792 * 0.0000	0.9528 * 0.0000		1.0000		
lsize	0.4974 * 0.0000	0.2872 * 0.0000	0.3815 * 0.0000	0.3128 * 0.0000	1.0000	
roa	0.2411 * 0.0000	0.1012 * 0.0000	-0.2662 * 0.0000	0.1109 * 0.0000	0.0681 * 0.0000	1.0000

表 7 模型 1 全样本与子样本回归结果

模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
lexcev	全样本	民营企业	国有企业	非高新企业	高新企业
blockown	-0.00789 *** (-4.90)	-0.0135 *** (-6.21)	-0.00421 (-1.75)	-0.00141 (-0.61)	-0.0180 *** (-7.87)
block ²	-0.0000964 *** (-3.54)	-0.00000225 (-0.06)	-0.000201 *** (-5.10)	-0.000144 *** (-3.70)	-0.00000900 (-0.23)
shrhfd10	1.271 *** (5.75)	1.341 *** (4.20)	1.693 *** (5.52)	0.862 ** (2.66)	1.845 *** (6.12)
leverage	0.452 *** (4.27)	0.0254 (0.19)	0.754 *** (4.06)	0.525 ** (3.02)	0.407 ** (3.04)
lev ²	-0.725 *** (-6.50)	-0.336 * (-2.14)	-0.996 *** (-5.54)	-0.842 *** (-4.87)	-0.635 *** (-4.18)
roa_w	2.731 *** (25.25)	2.381 *** (16.46)	2.982 *** (18.58)	2.479 *** (15.95)	3.010 *** (19.94)
lsize	0.349 *** (61.55)	0.411 *** (46.52)	0.314 *** (41.62)	0.363 *** (46.56)	0.328 *** (38.17)
soe	0.0212 (1.60)			-0.0301 (-1.52)	0.0793 *** (4.45)
t	0.128 *** (10.07)	0.0943 *** (5.46)	0.173 *** (9.23)		
dual	-0.0325 * (-2.26)	-0.0328 * (-2.00)	-0.0157 (-0.56)	-0.0236 (-0.96)	-0.0289 (-1.70)
outdirate	-0.376 *** (-3.61)	-0.272 (-1.89)	-0.242 (-1.61)	-0.538 *** (-3.50)	-0.167 (-1.19)
地区、行业与年度因素已经控制					
_cons	6.936 *** (55.48)	5.806 *** (29.71)	7.481 *** (44.11)	6.650 *** (38.95)	7.495 *** (38.75)
N	11985	6192	5793	5933	6052

注: Robust standard errors in parentheses, *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1。

过了1%的显著性水平检验,说明大股东持股比例越高,越可能给予高管更高的股份薪酬(尽管水平极低)。但从二次平方项的回归系数看,当大股东持股水平达到一定程度时,反而减少了对高管股份的激励。从子样本回归看,无论是国有企业还是民营企业,高新企业还是非高新企业,大股东持股水平达到一定程度后均对高管持股水平存在约束作用,回归系数显著为负。对此,本文的理解是当大股东控股比例达到一定程度时,大股东在公司中的主导地位超越了管理层,高管层的作用明显下降,大股东自然不必要增加对高管的股份激励。

因此,结合以上两点分析,我们认为大股东的存在会影响企业高管薪酬结构。正如前文所述,目前我国上市公司高管薪酬的主要模式是“货币薪酬+股权薪酬(持股水平)”。随着大股东控制力(持股比例)的增强,高管薪酬结构会变化,高管货币薪酬将减少而股权薪酬将增加,从而表现为薪酬结构中“货币薪酬”与“股权薪酬”间此消彼长的关系。但当大股东持股水平更强时,大股东基本主导了企业高层的战略决策与经营活动,因此高管可能仅成为大股东控制企业的配角,薪酬水平与大股东持股水平呈反向关系,本文H₁得以验证。

而从股权制衡度视角分析,股权制衡反映了股东之间的权力制衡关系。当制衡度高时,说明难以存在一股独大的局面,有利于减少大股东的利益侵害程度,但同时反而增加了股东之间的协调难度。在此情况下,高管们更容易获得企业的控制权,从而借机提高自己的薪酬水平。两个模型的回归系数分别为1.271和1.039,均通过了1%的显著性水平检验,本文H₂得以验证。另外,子样本的回归结果告诉我们无论是国有企业还是民营企业,高新企业或是非高新企业,股权制衡度越高的企业高管货币薪酬和持股水平均显著高于股权制衡度低的企业,这一结论支持了本文H₂。

2. 债务约束与高管薪酬

表7和表8的回归结果也显示,债务契约影响了企业高管货币薪酬与持股水平,从而影响高管薪酬结构,且这种影响也是呈非线性关系特征。从货币薪酬模型看(表9),企业负债水平对高管货币薪酬敏感系数为0.452,通过了1%的显著性水平。这说明在一定的负债水平下,若高管具有较强的债务能力,企业股东会提高高管的货币薪酬水平,反映出了股东与债权人之间的代理问题(通过高管的行为实现)。但是,当公司负债超过一定水平后,高负债引起债权人对高管货币薪酬水平予以限制,负债水平的二次方(Lev²)对货币薪酬的回归系数是-0.725,通过了1%显著性水平检验,证明了这种先增后减的非线性关系存在和债务契约对货币薪酬的约束力存在。子样本回归结果与总样本回归

表8 模型2 全样本与子样本回归结果

模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Msr_w	全样本	民营企业	国有企业	非高新企业	高新企业
blockown	0.00253 *** (6.24)	0.00404 *** (5.46)	-0.000338 ** (-2.72)	0.00209 *** (5.18)	0.00279 *** (3.83)
block ²	-0.000133 *** (-19.44)	-0.000238 *** (-18.43)	-0.00000642 ** (-3.16)	-0.0000883 *** (-12.94)	-0.000164 *** (-13.37)
shrhfd10	1.039 *** (18.68)	1.883 *** (17.36)	0.0877 *** (5.53)	0.632 *** (11.13)	1.281 *** (13.31)
leverage	-0.484 *** (-18.20)	-0.396 *** (-8.52)	-0.0657 *** (-6.85)	-0.302 *** (-9.93)	-0.481 *** (-11.26)
lev ²	0.360 *** (12.86)	0.218 *** (4.10)	0.0517 *** (5.56)	0.218 *** (7.20)	0.371 *** (7.66)
roa_w	0.0781 ** (2.87)	0.145 ** (2.96)	0.0463 *** (5.58)	0.101 *** (3.73)	0.102 * (2.13)
lsize	-0.00945 *** (-6.63)	-0.0224 *** (-7.47)	-0.000755 (-1.94)	0.00154 (1.13)	-0.0284 *** (-10.35)
soe	-0.119 *** (-35.60)			-0.0803 *** (-23.14)	-0.149 *** (-26.24)
t	0.0496 *** (15.55)	0.0794 *** (13.55)	0.00243 * (2.51)		
dual	0.0349 *** (9.67)	0.0313 *** (5.62)	0.00328 * (2.25)	0.0303 *** (7.05)	0.0310 *** (5.72)
outdirate	0.165 *** (6.30)	0.241 *** (4.92)	-0.00537 (-0.69)	0.0313 (1.16)	0.296 *** (6.64)
		地区、行业、年度等因素控制			
_cons	0.259 *** (8.24)	0.386 *** (5.82)	0.0358 *** (4.08)	0.0269 (0.90)	0.652 *** (10.57)
N	11985	6192	5793	5933	6052

注:Robust standard errors in parentheses, *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1。

结果完全一致。

从高管持股水平模型看(表 10), 财务杠杆对高管持股水平的影响系数是 -0.484 , 通过了 1% 的显著性水平检验。但与货币薪酬效应相反, 更高负债的公司高管持股水平更低。负债水平的二次方 (Lev^2) 对高管持股水平则显著为正, 说明债务契约对高管持股水平的影响是下凹的曲线特征, 即当负债达到一定程度后, 更高的财务杠杆水平的公司高管具有更高的持股水平。子样本回归结果与总样本回归结果也完全一致。

因此, 结合以上两点分析, 我们认为在一定负债水平下, “高货币薪酬加低持股水平” 结构会导致企业更多利用财务杠杆, 但这是存在约束的, 即达到某一程度, 债务契约对货币薪酬存在约束作用。而债务契约对高管持股水平的作用刚好相反。利用财务杠杆越多的公司高管持股水平越低, 当负债程度超过一定水平时, 高财务杠杆的公司高管拥有更高的持股水平。因此, 财务杠杆对高管薪酬的非线性影响得以验证(本文 H_3)。

3. 其他控制变量的影响

在本研究中, 笔者以企业业绩、企业规模、公司性质、高新特征和公司治理特征作为控制变量纳入模型研究。回归结果见表格, 受篇幅限制, 各控制变量对薪酬的影响的详细分析未列出^①。

(五) 稳健回归

上述分析中, 分别建立高管货币模型和持股水平模型进行了回归分析。下列分别以高管薪酬总价值(货币薪酬价值 + 股权薪酬价值)对被解释对象进行稳健性分析。分别以高管货币价值占总价值比例为因变量, 进行回归分析。结果发现, 除第一大股东持股水平的影响变得不显著外, 其他变量对薪酬的影响情况全部显著且一致, 这表明本文的结论是稳健的(表格未列)。

五、主要结论与建议

本文特别选择三个制度环境的改变来研究高管薪酬问题。一是当时股权分置改革已经完成, 不存在“流通股”与“非流通股”区别。尽管一些股东或高管的股份受到禁售期的约束, 但高管们的股份价值实现是可预期的, 激励作用可以显现。二是新会计准则的实施, 信息披露更充分。三是股权激励计划的管理办法出台, 有利于公司设计更合理的薪酬结构。四是高新技术企业资格认证推行。这些政策应当推动高管薪酬制度与体系改变。但从本文结果可以看出以下四点。

第一, 目前的上市公司高管薪酬结构中依然以货币薪酬激励为主。但随着改革开放程度加深, 相关政策制度的实施, 越来越多的民营企业或高新企业的高管薪酬结构中, 体现了股权的激励。可惜的是实施的数量还太少。本文认为应当加快落实股权激励计划, 实现长期激励效应的权益激励计划。

第二, 大股东存在对高管货币薪酬、持股水平的影响的确是非线性的。随着大股东持股水平提高, 大股东更加注重追求长期价值增长, 从而减弱高管短期货币薪酬激励, 增加股权为基础的激励。但当大股东控制权达到一定程度后, 大股东自我意识凸显, 削弱了高管层的影响, 高管的货币薪酬与持股水平均将下降。这是一种非线性关系, 反映了大股东与管理层对公司权力配置争夺所引发的代理问题。那么高管薪酬能否体现基于绩效的薪酬就有待讨论, 符合市场化的薪酬有助于解决这一代理问题。

第三, 债务契约也对高管货币薪酬与持股水平存在非线性影响。在较低的负债水平上, 随着负债水平的提高, 股东会给予高管更高的货币薪酬, 而不是股权激励。但当负债水平超过一定程度后, 债务契约将会限制高管货币薪酬的提高, 此时股东将以提高股权报酬来引导更高的负债。本文认为这是股东与债权人之间代理问题的反映。

^①若读者有兴趣, 可向作者索取。

第四,体制差异造就国有企业与民营企业间高管薪酬水平与结构差异。国有企业可能受制于股权激励政策的约束,相对民营企业表现出更高的货币薪酬激励,体现了“高货币薪酬+低股权薪酬”相结合的薪酬结构模式;而市场化经营的民营企业,在追求企业长期成长时,则体现了“低货币薪酬+高股权薪酬”相结合的薪酬结构模式。从长远发展看,推进国有企业高管薪酬结构改革成为必然。

综合以上分析,笔者以为,国有企业管理体制、经营机制的市场化改革应当深化与加强,基于长期激励的高管薪酬计划应当重新设计,才可最大限度减少股东与债务人、股东与管理层间的利益冲突与代理成本。

参考文献:

- [1] Bin ke, Petronia, Kathy. Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting measures: evidence from publicly and privately-held insurance companies[J]. Journal of Accounting and economics, 1999, 28(2): 185-208.
- [2] 宋德舜. 国有控股、最高决策者激励与公司绩效[J]. 中国工业经济, 2004(3): 91-98.
- [3] 杜兴强, 王丽华. 高管薪酬与企业业绩相关性的影响因素分析——基于股权结构、行业特征及最终控制人性质的经验证据[J]. 上海立信会计学院学报, 2009(1): .
- [4] 应惟伟. 股权结构与董事会结构对上市银行高管薪酬的影响研究——基于2006—2009年面板数据的实证分析[J]. 农村金融研究, 2011(7): 53-58.
- [5] 杨晋渝, 刘斌, 孙立. 盈余管理、高管薪酬敏感度和股权结构[J]. 重庆大学学报: 社会科学版, 2013(2): 70-76.
- [6] 王冰, 尤晨. 中国上市公司高管薪酬与股权结构关系实证研究[J]. 重庆交通大学学报(社科版), 2013(12): 38-41.
- [7] Harvey, Shrieves. An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure[J]. financial management, 2001(2): 36-44.
- [8] Berk. Human capital bankruptcy and capital structure[R]. Working Paper, 2007.
- [9] 王志强, 张玮婷, 顾劲尔. 资本结构、管理层防御与上市公司高管薪酬水平[J]. 会计研究, 2011(2): 72-78.
- [10] 阮素梅, 杨善林. 经理激励、资本结构与上市公司绩效[J]. 审计与经济研究. 2013(6): 64-70.
- [11] Bebchuk L, Fried J. Executive compensation as an agency problem[J]. Journal of Economics Perspective, 2003, 17(3): 71-92.
- [12] 马德林. 高管激励研究的问题与改进[J]. 生产力研究, 2009(16): 64-66.
- [13] 马德林. 股权制衡下高层管理人员薪酬影响因素[J]. 审计与经济研究, 2011(3): 76-83.
- [14] Murphy K J. Executive compensation[R]. Working Paper, 1999.

[责任编辑:高婷]

Ownership Structure, Debt Binding and Executive Compensation: A Case Study of China Listed Companies from the Year 2008 to 2013

MA Delin¹, YANG Ying²

(1. School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing 200815, China;

2. School of Finance, Sanjiang University, Nanjing 210029, China)

Abstract: The Chinese listed companies differ from their western counterparts in that the governance environment is characterized by dominance/control of major shareholders and soft constraint of debts, within which the focus of principal-agent relationship between shareholders and managers as well as creditors, major and minor shareholders depends on the motivation and direction of executives. This paper explores the impacts of major shareholder dominance/control and financial leverage on executives' compensation and discovers that the degree dominance/control, level of debts, nature of the business and "high-tech" attributes may affect executives' compensation package of "monetary pay plus share holding", and the relationship may be nonlinear.

Key Words: large shareholder controlling; debt binding; structure of compensation; incentives; agency theory; equity structure; executive compensation; institutional environment