

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2020.05.010

国有企业高管薪酬管制与委托代理问题

姚建峰^a, 喻凡^a, 甘家武^b

(云南财经大学 a. 滇商研究院; b. 国际工商学院, 云南昆明 650221)

摘要:由于国企高管的经营业绩难以被准确度量,加上监督约束机制不健全,高管的超额薪酬成为国企代理问题的一种典型表现,于是政府将高管薪酬管制作为应急措施来降低代理成本,缓解国企代理问题。采用双重差分法对2011—2018年A股上市公司的分析表明:第二次限薪令在有效限制国企高管薪酬水平的同时,没有对高管在职消费产生显著影响,有效降低了国企代理成本;但第二次限薪令也降低了薪酬激励效应,导致国企高管努力程度降低,由此造成的利益损失又成为新的代理成本。国企薪酬制度改革面临激励与管制的两难选择,应在国企分类改革的基础上对不同类型国企的高管采取不同的激励机制:对公益类及特殊行业的国企增强高管政治晋升激励,对竞争行业(营利性)国企则应在推向市场的同时放松薪酬管制,从而有效降低代理成本,解决国企代理问题。

关键词:高管薪酬;薪酬管制;第二次限薪令;委托代理问题;代理成本;在职消费;国企分类改革

中图分类号:F276.1;F244 文献标识码:A 文章编号:1674-8131(2020)05-0113-12

一、引言

近年来,在国有企业全面深化改革的背景下,学术界、舆论界及投资者都保持着对国企高管薪酬的高度关注。中国国有企业高管薪酬一度乱象丛生(蔡贵龙等,2018)^[1],2009年多部委联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(第一次限薪令),限制央企负责人的基薪和绩效年薪,不但要与企业职工平均工资相挂钩,还要加强薪酬业绩敏感性,以建立健全国有企业负责人收入分配的激励和约束机制。然而,从社会舆论上看,国企高管薪酬问题仍持续引起关注,超额薪酬和薪酬粘性等问题受到持续批判。2014年,中央又出台《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》(第二次限薪令),从2015

* 收稿日期:2020-04-23;修回日期:2020-06-11

基金项目:国家自然科学基金项目(71663055);云南省教育厅科学研究基金项目(2018JS320)

作者简介:姚建峰(1973),男,四川达州人;教授,博士,博士生导师,主要从事决策理论研究;E-mail:yj4311@hotmail.com。喻凡(1988),男,江西南昌人;讲师,博士研究生,主要从事公司治理研究;E-mail:bpippen@163.com。甘家武(1981),男,湖南岳阳人;副教授,博士,主要从事财税理论与政策研究;E-mail:38585206@qq.com。

年1月1日起实施《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》,规范和改革国有企业的薪酬制度,对央企负责人不合理的收入进行调整,以期形成企业负责人与职工之间合理的工资收入分配关系。

中央出台的两次限薪令体现了政府对国有企业高管薪酬制度改革的决心,其重点管制对象都是中央企业的高管(地方国资委参照推进下属国企薪酬改革),主要举措是将高管薪酬与职工平均工资联系起来,调节企业内部的薪酬差距,以追求社会公平。从委托代理的视角来看,可以认为限薪令是委托人期望通过薪酬管制降低代理成本。对委托人而言,自然是第一次限薪令没有达到预期效果,才推出更为严格的第二次限薪令。本文期望回答的问题就是,第二次限薪令的实施给代理人(国企高管)带来什么影响?是否有效改善了国有企业的委托代理关系进而降低了代理成本?

根据委托代理理论,企业所有权与经营权分离后,由于股东与高管所追求的目标无法完全达成一致,进而会产生委托代理问题。如果经营者仅按自身所占资本份额分享利润,就会选择懈怠而非努力工作,且倾向于利用所掌握的权力追求非薪酬收益(如超额在职消费),此时企业的价值将小于经营者为企业完全所有者时的价值,该差值即“代理成本”(Jensen et al, 1976)^[2]。为了解决代理问题,降低代理成本,企业所有者会使用激励与监督两种手段对代理人的行为进行约束。

对于国有企业,政府代表国家作为委托人,其目标是社会福利最大化;高管作为代理人,其目标是个人利益最大化,目标偏差和利益冲突导致代理问题的产生。在过去计划经济时期,政府直接控制企业,约束管理者薪酬,“吃大锅饭”的心态使企业运行效率低下,代理问题十分严重。市场经济时期,国企高管的薪酬制度经过多次改革,逐渐向“市场决定薪酬”的原则靠拢,期望通过将高管薪酬与经营业绩挂钩的方式发挥激励作用。激励性的薪酬制度使国企管理者开始分享经营成果,提升了企业运行效率,大幅降低了代理成本。

理论上说,薪酬与业绩挂钩的契约安排可以使企业高管与股东利益达成相对一致,从而消除代理问题,但其有两个不可忽视的前提条件:一是董事会对高管经营业绩的准确度量;二是董事会对高管有效的监督与约束。而在中国的国企发展实践中,一方面,由于其带有“政治”与“经济”双重属性,政府将其作为解决市场失灵的工具,以社会福利最大化为目标(叶静怡等, 2019)^[3],所以不能单从盈利表现来判断国企的价值;另一方面,政策性负担又带来了预算软约束(林毅夫等, 2004)^[4],国企更容易获得政府补贴,所以很难从企业业绩中抽离出只受高管决策影响而未受行政干预的部分。在对高管的监督与约束方面,国资委作为国企所有者的权利不够清晰,股东缺乏行使权利的基础,董事会对高管的约束力度也相对较弱;而政府委派的高管具有“亦商亦士”的双重身份,更容易聚集权力,对于总经理兼任董事会成员甚至兼任董事长的国企更是如此。在这种情况下,根据管理层权力理论(Bebchuk et al, 2002)^[5],国企高管很可能具备操控董事会的实力,在薪酬方面的表现就是他们可以直接设计自己的薪酬,最直接的体现就是国企高管“天价薪酬”频现。此时,高管薪酬契约不但没有缓解代理问题,反而成为代理问题的一种典型表现(刘凤芹等, 2019)^[6],即高管薪酬本身成为国企代理成本增加的因素之一。解决该问题的直观想法是达成上述两个前提条件,但不论是对高管经营业绩的度量,还是增强董事会的监督力度,都需要经过较长时间的稳步改革,难以迅速“平民愤”。于是,来自政府的直接薪酬管制成为权宜的选择。第二次限薪令即欲通过强力的外部约束直击高管薪酬。那么,这样的应急措施对国企代理人有哪些影响?能否缓解国有企业的代理问题?

回到委托代理问题,代理人导致委托人利益受损的主要方式就是信息不对称背景下的逆向选择和道德风险。最为典型的逆向选择行为即超额在职消费,而道德风险基本对应为“不努力”,加上高管超额薪酬本身成为代理问题的一大表现,那么研究薪酬管制对国企代理问题的影响可具体从国企高管薪酬、在职消费及努力程度三个维度展开。因此,本文凑够代理人的角度将国企代理问题细分为影响代理成本的三个方面(高管薪酬水平、努力程度与在职消费),并基于中国国情提出三个假设:政府对国企高管的薪酬管制会降低国企高管薪酬水平,对国企高管在职消费水平没有显著影响,但会降低国企高管努力程度进而产生新的代理成本。同时,以2011—2018年沪深A股上市公司为样本,采用双重差分法(DID)检验第二次限薪令

对国企高管薪酬水平、努力程度及在职消费的影响,实证结果验证了上述假设。

本文的主要贡献在于:(1)基于委托代理理论对第二次限薪令对国有企业代理成本的影响进行研究,证明第二次限薪令得到了有力执行,缓解了国企代理问题,但同时又带来了新的代理成本。(2)阐明国企薪酬制度改革面临激励与约束的两难选择,并结合研究结论与国企分类改革背景,针对竞争行业(营利性)国企、公益类及特殊行业国企提出不同的激励手段,以期为进一步解决国企代理问题提供政策思路和实践指导。

二、理论分析与研究假设

1. 薪酬管制与国企高管薪酬水平

在讨论第二次限薪令的直接效果之前,先看第一次限薪令。第一次限薪令明确了企业负责人的薪酬结构,重点对基本年薪和绩效年薪作了规范。吴成颂和周炜(2016)研究发现,限薪令的颁布使国有企业的超额薪酬水平显著下降^[7];付子君和李月娥(2012)认可限薪令降低了央企高管薪酬,但认为该效用具有短期性^[8]。也有一些研究对第一次限薪令的实施效果持否定态度,认为其未能解决国企高管超额薪酬的问题,甚至存在不降反升的现象(沈艺峰等,2010;常风林等,2017)^[9-10]。

相比而言,第二次限薪令将央企负责人的薪酬结构定为基本年薪、绩效年薪和任期激励收入三个部分,基本年薪根据上年度在岗职工平均工资的两倍确定,绩效年薪又以基本年薪为基数,同时配有强大的外部监督机构,对自定薪酬、享受福利性待遇等行为设置了严厉的惩罚条款,留给央企高管可操纵的空间很小。其他国企薪酬制度虽然只是参照执行,但在此高压态势下,对地方国企的薪酬限制势必更加严格。张楠和卢洪友(2017)分析发现,政府薪酬管制不会顾此失彼,地方国企的执行力度甚至更大^[11]。

学界对第二次限薪令的执行效果普遍更为认可,认为其约束了国企负责人薪酬的过快增长,降低了企业内部薪酬差距(常风林等,2017;杨青等,2018)^{[10][12]},但同时也担忧这样的薪酬管制会对企业绩效有不利影响(杨阳等,2019)^[13]。可以看出,薪酬管制政策的关注点在于“公平”,即缩小管理层与普通职工的薪酬差距。不管是为了平息舆论还是为了提升效益,国企要缩小高管与职工的薪酬差距,首先会选择降低高管薪酬水平,而非提升普通职工收入。因此,本文提出假设1:第二次限薪令降低了国企高管薪酬水平。

2. 薪酬管制与国企高管在职消费

如果说高管薪酬降低是政府限薪令的直接作用,那么高管努力程度与在职消费的变化则是因薪酬降低导致的间接影响,是高管对自身收入减少所作出的反应行为,所以关键在于对其行为动机的分析。当货币薪酬被政策限制而强制降低时,国企高管会倾向于通过增加在职消费来进行“自我补偿”。田妮和张宗益(2015)认为,限薪令没有限制关系契约,对高管薪酬的限制会使他们转向通过在职消费获得激励^[14]。王晓文和魏建(2014)、张楠和卢洪友(2017)也都认为,“限薪令”提高了国企高管的在职消费水平^{[15][11]}。

但是在讨论国企高管的行为动机时,有一个必须关注的前提:中国国企高管除了具备“职业经理人”特征,还具有“准官员”的特征(杨瑞龙等,2013)^[16]。在当前的社会背景下,国企高管借助在企业的作为进入政界是其较优选择,因而具有追求政治晋升的强烈动机。政治晋升预期可以激励国企高管努力工作,抑制在职消费,规范工作行为(陈胜军等,2020)^[17]。晋升激励要比在职消费对国企高管具有更强的激励效果,为了得到晋升,国企高管会有意识地抑制在职消费行为(张宏亮等,2018)^[18],从而塑造自身的良好形象。同时,第二次限薪令自2015年初生效,彼时“八项规定”已经深入人心,享乐主义、奢靡之风在社会上遭到抵制,对国企高管超额在职消费具有威慑作用(杨蓉,2016)^[19]。综合来看,增加在职消费对国企高管而言风险大于收益。因此,本文提出假设2:第二次限薪令对国企高管的在职消费水平没有显著影响。

3. 薪酬管制与国企高管努力程度

根据锦标赛理论,薪酬差距是工作竞赛的预期结果,胜者获高薪,败者得低薪(Lazear et al,1981)^[20]。

该理论常用于解释高管薪酬的增加,认为增大薪酬差距有利于提升代理人的努力程度(Main et al, 1993)^[21]。反之,当企业内部薪酬差距缩小时会增加偷懒与搭便车现象。一些关于薪酬管制的实证研究表明,如果薪酬管制减少了高管与职工的薪酬差距,会对企业绩效有不利影响,其隐含的假设是这种不利影响是由于高管降低努力程度造成的(刘春等,2010;王晓文等,2014)^[22-23]。在国企高管以货币为主的薪酬结构下,薪酬管制直接消减了高管努力带来的回报。政府对国企的薪酬管制会降低高管努力程度(CHEN et al, 2011)^[24];CEO努力程度与企业激励机制高度相关,薪酬管制对其努力程度的影响将持久影响企业价值(Jung et al, 2017)^[25];薪酬管制会影响高管努力程度,进而影响企业绩效(鄢伟波等,2018)^[26]。

综上所述可以认为,第二次限薪令导致国企高管与职工薪酬差距缩小后,会使高管有降低努力程度的倾向。这时问题的关键就在于,在薪酬管制背景下是否有针对高管消极怠工的监督与激励手段。高管的“偷懒”具有较大的隐蔽性,一向难以进行监督。第二次限薪令虽严,但只是严在薪酬、福利管制,没有对高管的经营行为提高要求,也没有对考核方式进行有力的改革,所以高管的政治晋升预期没有提升。如果国企高管在其岗位上所付出的努力既不能突破薪酬限制,也不能增加政治晋升的机会,那么“经济人”的选择就是“守成”,适度怠工、维持企业平稳运行即可。因此,本文提出假设3:第二次限薪令降低了国企高管的努力程度。

三、研究设计与数据处理

本文研究的核心是第二次限薪令的实施是否缓解了国有企业的代理问题,而双重差分法是研究这类政策效应的一大利器^[27];该政策相对于企业而言是外生的,可视为准自然实验,因而不存在逆向因果问题;加入固定效应估计,一定程度上可以缓解遗漏变量偏误问题;通过政策实施前后实验组(国企)与对照组(非国企)的比较,可以有效度量政策实施对国企高管带来的影响。

根据第二次限薪令,《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》从2015年1月1日起实施,限于所需变量数据的可获得性及双重差分法的要求,本文选取此时间节点前后四年(即2011—2018年)沪深A股上市公司为研究样本,获得初始观测值22 983个,剔除“ST”和“*ST”类公司观测值645个、属于金融类行业公司观测值463个、上市时间不满一年公司观测值1 514个以及关键数据缺失公司观测值72个,得到3 441个上市公司的20 289个观测值,构成实证分析的基础数据。上述数据来自国泰安数据库(CSMAR),使用Stata软件进行分析。经初步数据统计发现,高管收入、职工平均收入等变量存在极端值,为避免极端值影响,对所有连续型变量按照1%与99%分位做缩尾处理。

根据双重差分法的基本模型,借鉴相关研究考察第一次限薪令实施效果的实证思路^[28-29],以第二次限薪令的实施作为准自然实验,建立如下双重差分模型:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 du \cdot dt + \alpha_2 Controls_{it} + \lambda_i + vt + \varepsilon_{it}$$

其中, Y 为被解释变量, i 代表企业, t 代表年度。 α_0 为常数项, du 为分组虚拟变量, dt 为实施年份虚拟变量, $du \cdot dt$ 即双重差分项(其系数 α_1 反映了政策实施的净效应), $Controls$ 为控制变量, λ_i 为个体固定效应, vt 为时间固定效应, ε 为随机扰动项。

被解释变量分别为反映高管薪酬水平、在职消费及努力程度的替代指标:(1)高管薪酬水平。第二次限薪令主要通过将高管薪酬与职工平均薪酬绑定来限制薪酬水平,为保证稳健性,本文选取“高管薪酬”(前三名高管平均薪酬取自然对数)和“薪酬差距”(前三名高管平均薪酬与职工平均薪酬之商)两个指标来度量高管薪酬水平。(2)高管在职消费。采用“在职消费金额”占“营业收入”比重来度量高管“在职消费水平”。这里需要判断高管在薪酬受到限制之后,其在职消费是否造成代理成本的增加,借鉴前人牟韶红等(2016)的方法^[30],将管理费用扣除董事和高管以及监事会成员薪酬、长期待摊费用摊销、当年的无形资产摊销额等明显不属于在职消费的项目后的金额作为“在职消费金额”。同时采用“管理费用率”(“管理费用”占“营业收入”比重)进行稳健性检验。(3)高管努力程度。如前所述,高管努力程度的替代指标应受高管决策直接

影响,并反映高管经营企业的努力程度,而非较为综合的绩效指标。参考王明琳(2014)的做法^[31],用“总资产周转率”(“营业收入”与“平均资产总额”之比)的变动来衡量由于对资产低效率使用导致的代理成本,从而反映高管努力程度;并用“主营业务收入”替换“营业收入”进行稳健性检验。

解释变量为“国企限薪双重差分项”,即“限薪政策是否实施”与“是否国企”的交乘项,表示当前年度企业是否受到第二次限薪令影响。第二次限薪令适用于中央企业中由中央管理的负责人,同时其他中央企业负责人、中央各部门所属和地方所属国有企业负责人薪酬制度改革参照该意见精神推进,所以可以认为从2015年起国有企业高管薪酬均会受其影响。此外,还采用各年度虚拟变量与“是否国企”的交乘项来考察国企与非国企的区别。

控制变量包括企业基本情况、公司治理、所在行业三个方面。公司治理变量包括“是否两职合一”“高管持股”“第一大股东持股”“第二到十大股东持股”“董事会人数”“独立董事占比”等,企业基本情况变量包括“成立时间”“企业规模”“职工规模”“资产负债率”“净资产收益率”等,行业控制变量为按照中国证监会上市公司行业分类(22个行业)设置的虚拟变量。

上述主要变量的计算方法见表1,其描述性统计结果见表2。可以发现,“薪酬差距”的均值约为7;“第一大股东持股”平均约为三分之一,“第二到十大股东持股”约四分之一,可以起到较强的股权制衡作用;“是否两职合一”的均值为0.265,大约四分之一的上市公司中总经理兼任董事长;“高管持股”平均值约7%,高管所持资本份额较小。

表1 主要变量及其计算方法

变量	计算方法
高管薪酬	$\ln(\text{前三名高管薪酬}/3)$
薪酬差距	前三名高管薪酬/3/职工平均薪酬,其中职工平均薪酬=(应付职工薪酬总额期初期末变化值+支付给职工以及为职工支付的现金)÷职工人数
在职消费水平	在职消费/营业收入×100%
管理费用率	管理费用/营业收入×100%
总资产周转率	营业收入/平均资产总额
限薪政策是否实施	2015年之后为1,否则为0
是否国企	国企为1,否则为0
国企限薪双重差分项	“限薪政策是否实施”×“是否国企”
年度国企交乘项	每年的年度虚拟变量(2011—2018年)×“是否国企”,共8个
成立时间	至统计截止时间时企业成立的年限
企业规模	企业总资产的自然对数值
职工规模	职工总人数的自然对数值
资产负债率	负债总额/总资产
净资产收益率	净利润/平均净资产
第一大股东持股	第一大股东持股/总股本×100%
第二到十大股东持股	第二到十大股东持股之和/总股本×100%
是否两职合一	存在董事长、总经理兼任情况为1,否则为0
高管持股	高管持股数/总股数×100%
独立董事占比	独立董事人数/董事会人数×100%

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
高管薪酬	20 289	13. 19	0. 680	11. 58	15. 11
高管—职工薪酬差距	20 289	6. 883	5. 596	0. 931	35. 62
在职消费水平	20 121	9. 333	7. 676	0. 644	48. 77
管理费用率	20 288	10. 61	8. 749	0. 957	56. 27
总资产周转率	20 289	0. 642	0. 450	0. 063 4	2. 628
成立时间	20 289	16. 65	5. 645	1	51
企业规模	20 289	22. 15	1. 279	19. 73	26. 06
职工规模	20 289	7. 644	1. 308	1. 946	13. 22
资产负债率	20 289	0. 430	0. 210	0. 050 9	0. 898
净资产收益率	20 289	0. 063 8	0. 122	-0. 621	0. 348
第一大股东持股	20 289	34. 75	14. 92	8. 772	74. 82
第二到十大股东持股	20 289	23. 33	13. 08	2. 130	55. 46
是否两职合一	20 053	0. 265	0. 442	0	1
高管持股	19 678	7. 027	13. 87	0	60. 92
董事会人数	20 289	8. 638	1. 737	3	18
独立董事占比	20 289	37. 48	5. 597	0	80

经检测,当被解释变量为“高管薪酬”或“薪酬差距”时,基础面板数据满足共同趋势检验,而被解释变量为“在职消费水平”“总资产周转率”时不满足共同趋势检验。因此,验证假设1时,直接使用双重差分法(DID)以保留更多的样本量;验证假设2、假设3时,采用倾向得分匹配—双重差分法(Psm-DID),先对国企组与非国企组进行核匹配后再做双重差分回归。

四、实证结果与分析

1. 第二次限薪令对国企高管薪酬水平的影响

分别以“高管薪酬”和“薪酬差距”为被解释变量,双重差分回归结果见表3。表3中,第1、4列的控制变量是只包括企业基本情况,第2、5列控制了行业效应,第3、6列进一步加入公司治理控制变量,第4、8列将解释变量由“国企限薪双重差分项”替换为“年度国企交乘项”。

表3 高管薪酬水平的回归结果(DID)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	被解释变量:高管薪酬				被解释变量:薪酬差距			
国企限薪双重差分项	-0. 103 *** (-6. 91)	-0. 103 *** (-6. 93)	-0. 114 *** (-7. 41)		-0. 422 *** (-3. 11)	-0. 423 *** (-3. 16)	-0. 529 *** (-3. 74)	
2011 年度国企交乘项				0. 071 (1. 35)				-0. 399 (-0. 74)
2012 年度国企交乘项				0. 023 (0. 44)				-0. 597 (-1. 12)

续表3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	被解释变量: 高管薪酬				被解释变量: 薪酬差距			
2013 年度国企交乘项				-0.006 (-0.12)				-0.612 (-1.17)
2014 年度国企交乘项				-0.023 (-0.46)				-0.479 (-0.92)
2015 年度国企交乘项				-0.061 (-1.21)				-0.897 [*] (-1.75)
2016 年度国企交乘项				-0.111 ^{**} (-2.17)				-1.103 ^{**} (-2.08)
2017 年度国企交乘项				-0.111 ^{**} (-2.14)				-1.022 [*] (-1.94)
2018 年度国企交乘项				-0.142 ^{***} (-2.73)				-1.027 [*] (-1.94)
成立时间	0.065 ^{***} (24.44)	0.066 ^{***} (24.60)	0.070 ^{***} (24.18)	0.077 ^{***} (23.07)	-0.064 ^{***} (-2.64)	-0.058 ^{**} (-2.41)	-0.030 (-1.12)	-0.025 (-0.81)
企业规模	0.209 ^{***} (13.29)	0.196 ^{***} (13.15)	0.176 ^{***} (11.80)	0.173 ^{***} (11.46)	-0.289 ^{**} (-2.01)	-0.385 ^{***} (-2.75)	-0.553 ^{***} (-3.95)	-0.551 ^{***} (-3.89)
职工规模	0.014 (1.21)	0.020 [*] (1.76)	0.025 ^{**} (2.12)	0.025 ^{**} (2.15)	2.454 ^{***} (16.56)	2.546 ^{***} (17.59)	2.618 ^{***} (17.26)	2.621 ^{***} (17.29)
资产负债率	-0.149 ^{***} (-3.33)	-0.142 ^{***} (-3.24)	-0.089 ^{**} (-1.99)	-0.097 ^{**} (-2.18)	-1.103 ^{***} (-3.13)	-1.124 ^{***} (-3.23)	-0.809 ^{**} (-2.23)	-0.796 ^{**} (-2.19)
净资产收益率	0.388 ^{***} (10.85)	0.388 ^{***} (10.95)	0.382 ^{***} (10.73)	0.388 ^{***} (10.93)	2.779 ^{***} (9.34)	2.711 ^{***} (9.02)	2.591 ^{***} (8.10)	2.584 ^{***} (8.04)
第一大股东持股			0.001 (0.75)	0.001 (1.06)			0.006 (0.85)	0.006 (0.74)
第二到十大股东持股			0.003 ^{***} (4.19)	0.003 ^{***} (4.52)			0.020 ^{***} (3.45)	0.020 ^{***} (3.30)
是否两职合一			0.017 (1.25)	0.016 (1.19)			0.339 ^{***} (3.04)	0.334 ^{***} (3.00)
高管持股			0.001 ^{**} (2.26)	0.002 ^{**} (2.53)			0.004 (0.81)	0.004 (0.79)
董事会人数			0.015 ^{***} (2.60)	0.015 ^{***} (2.59)			0.109 [*] (1.93)	0.113 ^{**} (2.01)
独立董事占比			0.001 (0.51)	0.001 (0.50)			0.010 (0.88)	0.010 (0.84)
常数项	7.449 ^{***} (25.70)	7.753 ^{***} (23.17)	7.918 ^{***} (24.03)	7.846 ^{***} (23.79)	-3.854 (-1.49)	-0.726 (-0.27)	0.035 (0.01)	0.040 (0.01)
观测值	20 289	20 289	19 450	19 450	20 289	20 289	19 450	19 450
调整 R 方	0.362	0.366	0.379	0.380	0.133	0.140	0.146	0.146
行业效应	否	是	是	是	否	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是

被解释变量“国企限薪双重差分项”的系数均显著为负,表明第二次限薪令降低了国企高管货币薪酬,并减小了国企高管与职工之间的薪酬差距,假设1得到验证。2011至2014年“年度国企交乘项”的系数均不显著,说明在2011至2014年国企与非国企之间的高管薪酬无显著区别,也佐证了该面板数据通过共同趋势检验,双重差分法结果可信。2015至2018年“年度国企交乘项”的系数近乎全部显著为负,高管薪酬自2016年起显著下降,薪酬差距自2015年起显著下降且2016年系数最小。可以认为,第二次限薪令自实施开始就产生明显效果,并在2016年就达到最高。

从控制变量来看:“企业规模”的系数在被解释变量为“高管薪酬”的方程中显著为正,在被解释变量为“高管—职工薪酬差距”的方程中显著为负,表明规模越大的公司,高管薪酬越高,但与职工的薪酬差距越小;“净资产收益率”与薪酬水平正相关,“资产负债率”与薪酬水平负相关,即经营状况越好的企业,高管薪酬水平越高;“高管持股”“两职合一”与高管薪酬水平正相关,可以认为高管权力越大,则越容易操控自身薪酬;“董事会人数”“第二至十大股东持股”与高管薪酬水平正相关,其他股东对第一大股东的制衡作用越强则高管薪酬越高。值得注意的是,加入公司治理控制变量后,整个回归方程的调整R方值增加极小,且从总体来看公司治理变量对高管薪酬的作用显著小于其他变量,而“独立董事占比”对高管薪酬水平无显著影响。可以认为,国企治理结构没有对限制高管薪酬起到应有作用,这与方芳和李实(2015)的研究结果一致^[32]。

2. 第二次限薪令对国企高管在职消费和努力程度的影响

采用倾向得分匹配—双重差分法验证假设2、假设3,去掉未配对的数据后观测值数量有所减少,控制变量与前文一致,限于篇幅,这部分的回归结果只报告关键解释变量。表4中第1~3列是以“在职消费水平”为被解释变量的回归结果,“国企限薪双重差分项”的系数均不显著,即第二次限薪令的实施对企业在在职消费水平无显著影响,国企高管没有通过增加在职消费进行补偿,假设2得到验证。表4中第4~6列是以“总资产周转率”为被解释变量的回归结果,“国企限薪双重差分项”的系数均显著为负,即第二次限薪令的实施降低了国企的“总资产周转率”,可以认为降低了国企高管的努力程度,假设3得到验证。

表4 高管在职消费水平、努力程度的回归结果(PSM-DID)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	被解释变量:在职消费水平			被解释变量:总资产周转率		
国企限薪	-0.153	0.003	-0.063	-0.050***	-0.055**	-0.066***
双重差分项	(-0.62)	(0.01)	(-0.15)	(-2.69)	(-2.47)	(-2.81)
观测值	17 790	17 795	16 796	17 965	17 975	16 475
控制变量	企业基本情况	企业基本情况	企业基本情况 公司治理	企业基本情况	企业基本情况	企业基本情况 公司治理
行业效应	否	是	是	否	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是

3. 稳健性检验

(1)使用倾向得分匹配—双重差分法(PSM-DID)进一步验证假设1。表5中第1~3列显示了使用倾向得分匹配—双重差分法(PSM-DID)的回归结果,虽然样本数减少,但“国企限薪双重差分项”的系数仍然显著为负,表明前文的实证结果是稳健的。

(2) 替换被解释变量。用“管理费用率”替换被解释变量“在职消费水平”,回归结果见表5第4~6列,“国企限薪双重差分项”的系数仍不显著,表明假设2的检验结果稳健。用“主营业务收入”替代“营业收入”重新计算“总资产周转率”,回归结果与前文一致,表明假设2的检验结果也是稳健的。

(3) 央企与地方国企的分组回归。第二次限薪令适用于中央企业(国有独资或国有控股企业),其他国企参照文件精神推进薪酬制度改革。那么对地方国企而言,在之前的回归结果中存在“被平均”的可能。根据企业层级划分央企与地方国企,以“高管薪酬”“在职消费水平”“总资产周转率”为被解释变量分别进行PSM-DID回归,回归结果合并显示于表6。表6第1~3列是央企与非国企样本,第4~6列是地方国企与非国企样本,从各“国企限薪双重差分项”的系数来看,央企与地方国企保持较高的一致性,进一步表明本文的分析结果具有稳健性。

表5 高管薪酬与管理费用率的回归结果(PSM-DID)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	被解释变量:高管薪酬			被解释变量:管理费用率		
国企限薪	-0.146***	-0.120***	-0.157***	-0.049	0.160	-0.420
双重差分项	(-4.75)	(-3.50)	(-3.09)	(-0.17)	(0.45)	(-0.70)
观测值	17 978	17 985	16 951	17 968	17973	16 430
控制变量	企业基本情况	企业基本情况	企业基本情况 公司治理	企业基本情况	企业基本情况	企业基本情况 公司治理
行业效应	否	是	是	否	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是

表6 央企与地方国企分组回归结果(PSM-DID)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	被解释变量:高管薪酬					
	央企与非国企样本			地方国企与非国企样本		
国企限薪	-0.038*	-0.037*	-0.056***	-0.135***	-0.135***	-0.149***
双重差分项	(-1.84)	(-1.81)	(-2.65)	(-7.92)	(-7.94)	(-8.48)
观测值	15 218	15 218	14 740	17 445	17 445	16 789
被解释变量:在职消费水平						
央企与非国企样本			地方国企与非国企样本			
国企限薪	0.132	0.308	0.170	-0.200	-0.046	-0.101
双重差分项	(0.38)	(0.81)	(0.31)	(-0.75)	(-0.13)	(-0.24)
观测值	13 069	13 053	11 603	14 884	14 704	14 015
被解释变量:总资产周转率						
央企与非国企样本			地方国企与非国企样本			
国企限薪	-0.046*	-0.087***	-0.054**	-0.049**	-0.054**	-0.069***
双重差分项	(-1.74)	(-3.15)	(-1.98)	(-2.43)	(-2.24)	(-2.67)
观测值	13 117	13 108	11 634	15 066	14 886	13 574

续表6

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
控制变量	企业基本情况	企业基本情况	企业基本情况 公司治理	企业基本情况	企业基本情况	企业基本情况 公司治理
行业效应	否	是	是	否	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是

五、结论与启示

本文采用2011—2018年中国A股上市公司的面板数据检验政府的薪酬管制(第二次限薪令)对国有企业代理问题的影响,主要结论如下:(1)第二次限薪令的执行力度较大,有效降低了国企高管的薪酬水平;(2)第二次限薪令对国企在职消费水平无显著影响;(3)第二次限薪令降低了国企高管工作的努力程度。从前两个方面来看,政府强力的薪酬管制缓解了代理问题,降低了国企代理成本。但是,指望仅靠一项政策就解决所有委托代理问题是不现实的,薪酬管制同时降低了激励效应,增加了高管消极怠工造成的相对隐蔽的代理成本。

摆在国企薪酬制度改革面前的是激励与约束的两难选择问题(林卫斌等,2010)^[33]。中国国企的特殊性质使董事会的治理作用较难发挥,设计薪酬制度时激励与约束的思路均会带来代理成本,面临“按下葫芦浮起瓢”的窘境,似乎只能小心翼翼地寻找最佳平衡点。要跳出窘境,提升对高管的激励效应,有两种可能的选择:一是放松薪酬管制,采用薪酬与业绩挂钩的激励手段,但需要满足准确度量高管业绩、对高管有效监督约束两大前提条件,以防超额薪酬带来代理成本的增加;二是采用其他激励手段,填补限薪带来的激励缺失,但也需要注意控制激励手段可能产生的代理成本。国企改革现在已经步入关键的历史阶段,聚焦“以管资本为主”与“以董事会为核心”两大主线,需要进行分类改革,将公益性国企和营利性国资分开(刘纪鹏等,2020)^[34]。结合当前国企分类改革的思路,本文提出以下两条建议:

第一,对营利性国企放松高管薪酬管制。营利性国企要真正走向市场,推进职业经理人制度,自然要放松薪酬管制,将高管薪酬与业绩挂钩。但如前所述,需要满足两个前提条件:一是对高管经营业绩的准确度量。政府放松对这类企业的直接控制之后,在清除软预算约束的同时也减少了政策性负担和多元化目标(项安波,2018)^[35],可以让经营业绩逐渐回归真实。二是对高管有效的监督与约束,在这类企业中应加强董事会建设,增大董事会职权,充分发挥其治理作用。

第二,对公益类及特殊行业的国企增强高管政治晋升激励。公益类及特殊行业的国企仍需承担部分重要的公共职能,无法完全推向市场。这类企业高管主要由政府委派,受到政府薪酬管制,而将他们纳入行政系列管理是政府特有的一种低成本激励方式(王东京,2019)^[36],可以考虑增强政治晋升的激励效应来引导其行为,防止消极怠工。这需要将决定高管政治晋升的考核与其经营能力及努力程度更紧密地联系在一起,使优秀的国企高管获得更大的晋升机会,当然也要加强上级部门对企业管理层的监管。

虽然本文取得了一定的成果,但仍存在以下局限:(1)国有企业高管往往被赋予提高企业绩效、保障就业、资助公益事业等多重任务,现阶段无法找到指标准确衡量国企高管的努力程度,在本文中只是选择了相对合适的指标——“总资产周转率”。(2)本文基于委托代理理论只是考察薪酬管制对代理人的影响,未讨论职工的反应及其对企业绩效的综合影响。下一步的研究可以基于国企分类改革的开展,对公益类及特殊行业的国企研究政治晋升预期对高管努力程度的影响以及如何增强政治晋升激励等,对营利性国企研究怎样的组合激励方式最有利于其绩效提升与长远发展。

参考文献:

- [1] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018(5):137-149.
- [2] JENSEN M C,MECKLING W H. Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [3] 叶静怡,林佳,张鹏飞,等.中国国有企业的独特作用:基于知识溢出的视角[J].经济研究,2019(6):40-54.
- [4] 林毅夫,李志贲.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究,2004(2):17-27.
- [5] BEBCHUK L A,FRIED J M,WALKER D I. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation[J]. University of Chicago Law Review,2002,69(3):751-846.
- [6] 刘凤芹,于洪涛.管理层权力、高管薪酬与“限薪令”的政策效果[J].社会科学战线,2019(4):48-57.
- [7] 吴成颂,周炜.高管薪酬限制、超额薪酬与企业绩效——中国制造业数据的实证检验与分析[J].现代财经(天津财经大学学报),2016(9):7587.
- [8] 付子君,李月娥.“限薪令”后央企高管薪酬与企业业绩的相关性[J].财会月刊,2012(29):5-8.
- [9] 沈艺峰,李培功.政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究[J].中国工业经济,2010(11):130-139.
- [10] 常凤林,周慧,岳希明.国有企业高管“限薪令”有效性研究[J].经济学动态,2017(3):40-51.
- [11] 张楠,卢洪友.薪酬管制会减少国有企业高管收入吗:来自政府“限薪令”的准自然实验[J].经济学动态,2017(3):24-39.
- [12] 杨青,王亚男,唐跃军.“限薪令”的政策效果:基于竞争与垄断性央企市场反应的评估[J].金融研究,2018(1):156-173.
- [13] 杨阳,栗媛,尹志超.高管限薪与公司业绩——来自2015“限薪令”自然实验的证据[J].系统工程理论与实践,2019(12):3024-3037.
- [14] 田妮,张宗益.“限薪令”会产生作用吗?——一个基于不完全契约视角的理论分析[J].管理评论,2015(04):122-131.
- [15] 王晓文,魏建.国企高管薪酬管制与委托人不平等厌恶[J].广东社会科学,2014(3):36-41.
- [16] 杨瑞龙,王元,聂辉华.“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J].管理世界,2013(3):23-33.
- [17] 陈胜军,于渤涵,李雪雪.基于政治晋升预期调节作用的国企高管薪酬差距与离职率的关系研究[J].中央财经大学学报,2020(4):98-108+128.
- [18] 张宏亮,王靖宇,王法锦.限薪背景下晋升激励与国企高管在职消费的实证研究[J].经济与管理,2018(1):80-86.
- [19] 杨蓉.“八项规定”、高管控制权和在职消费[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2016(1):138-148+172.
- [20] LAZEAR E P,ROSEN S. Rank-order tournaments as optimum labor contracts[J]. Journal of political Economy,1981,89(5):841-864.
- [21] MAIN B G M,WADE J,O' REILLY C A. Top executive pay:Tournament or teamwork? [J]. Journal of Labor Economics,1993,11(4):606-628.
- [22] 刘春,孙亮.薪酬差距与企业绩效:来自国企上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2010(2):30-39+51.
- [23] 王晓文,魏建.中国国企高管薪酬管制的原因及其对绩效的影响——基于委托人“不平等厌恶”模型[J].北京工商大学学报(社会科学版),2014(1):69-75.
- [24] CHEN S,SUN Z,TANG S,et al. Government intervention and investment efficiency:Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance,2011,17(2):259-271.
- [25] JUNG H W,SUBRAMANIAN A. CEO talent,CEO compensation, and product market competition[J]. Journal of Financial Economics,2017,125(1):48-71.
- [26] 鄢伟波,邓晓兰.国有企业高管薪酬管制效应研究——对高管四类反应的实证检验[J].经济管理,2018(7):56-71.
- [27] 陈林,伍海军.国内双重差分法的研究现状与潜在问题[J].数量经济技术经济研究,2015,32(7):133-148.
- [28] 徐经长,乔菲,张东旭.限薪令与企业创新:一项准自然实验[J].管理科学,2019(2):120-134.
- [29] 常凤林,周慧,岳希明.国有企业高管“限薪令”有效性研究[J].经济学动态,2017(3):40-51.
- [30] 牟韶红,李启航,陈汉文.内部控制、产权性质与超额在职消费——基于2007—2014年非金融上市公司的经验研究[J].

审计研究, 2016(4): 90-98.

- [31] 王明琳. 利他行为能够降低代理成本吗? ——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究[J]. 经济研究, 2014(3): 144-157.
- [32] 方芳, 李实. 中国企业高管薪酬差距研究[J]. 中国社会科学, 2015(8): 47-67+205.
- [33] 林卫斌, 苏剑. 论国有企业薪酬管制的经济机理——基于代理成本视角的分析[J]. 学术月刊, 2010(11): 85-91.
- [34] 刘纪鹏, 刘彪, 胡历芳. 中国国资改革: 困惑、误区与创新模式[J]. 管理世界, 2020(1): 60-68+234.
- [35] 项安波. 重启新一轮实质性、有力度的国企改革——纪念国企改革40年[J]. 管理世界, 2018(10): 95-104.
- [36] 王东京. 国企改革攻坚的路径选择与操作思路[J]. 管理世界, 2019(2): 1-6.

Executive Compensation Management and Principal-agent Problem of State-owned Enterprises

YAO Jian-feng^a, YU Fan^a, GAN Jia-wu^b

(*a. Yunnan Business Research Institute; b. School of International Business, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, Yunnan, China*)

Abstract: Because the operational performance of state-owned enterprise executives is difficult to be accurately measured, and because of the unperfected supervision and constraint, the excessive compensation of the executives of state-owned enterprises becomes a typical expression of their principal-agent problem, therefore, the governments use executive compensation limit as a response measure to reduce the principal-agent cost to mitigate the principal-agent problem. The analysis by taking A-share listed companies during 2011-2018 as samples and by using the difference-in-difference method (DID) shows that the “central management enterprise salary system reform” (the second pay ceiling order) has effectively restricted the salary level of state-owned enterprise executives since it was implemented in 2015, but has not significantly effected on duty consumption, so it has reduced the agency cost in this way, however, it has also reduced the incentive effect, which leads to the reduction of the efforts of senior managers, as a result, the resulting loss of profits became a new kind of agency cost. The compensation system reform of state-owned enterprises faces two difficulties of incentive and limit, the governments should use different incentive measures for the executives of different types of the state-owned enterprises based on the classification reform of state-owned enterprises, increase political promotion for non-profit enterprises and special industrial enterprises, and use market-oriented measure and meanwhile loose the compensation limit for the state-owned enterprises in competitive industry (profitable enterprises) so as to effectively reduce principal-agent cost and to solve the principal-agent problem of the state-owned enterprises.

Key words: executive compensation; compensation management; the second pay ceiling order; principal-agent problem; agency costs; duty consumption; classification reform of state-owned enterprises

CLC number: F276. 1; F244

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2020)05-0113-12

(编辑:朱德东)