

国资监管职能转变与央企高管薪酬业绩敏感性*

卜君 孙光国

(东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心,辽宁 大连 116025)



内容提要:国有资产监管职能从以管企业为主向以管资本为主转变是当前国资国企改革的重大举措。国资委自2014年开始逐步通过改组组建国有资本投资运营公司,对央企实施“以管资本为主”的试点改革。基于这一准自然实验,本文从高管薪酬契约视角出发考察了国资监管职能转变的经济后果,采用2010—2018年沪深A股央企上市公司数据,结果发现:受到国资监管职能转变影响的试点央企高管薪酬业绩敏感性更高,且在股权集中度更高、金字塔层级更短的公司中更加明显,该结论在一系列稳健性检验之后仍然成立。进一步检验发现,对于那些政策性负担更大、代理问题更严重、受到薪酬管制更小的试点央企,其薪酬业绩敏感性在国资监管职能转变后的提升效应更加显著。上述结论不仅从高管薪酬契约的视角为新一轮国有企业改革有效性提供了经验证据,也为如何进一步推动国有企业高管薪酬体制的改进与完善提供了新的可行路径。

关键词:国资监管职能转变 管资本 国有资本投资运营公司 薪酬—业绩敏感性

中图分类号:F276.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)06—0117—19

一、引言

十九届四中全会对推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题做出了决定,并强调要“深化国有企业改革,完善中国特色现代企业制度”。依据委托代理理论,公司治理的主要目的在于通过监督与激励机制来协调投资者与经营者之间的利益冲突。高管薪酬契约一直以来被视为缓解委托代理问题的一个重要部分(Jensen和Meckling,1976^[1];Jensen和Murphy,1990^[2];权小锋等,2010^[3])。我国国有企业改革的一项关键内容就是在企业向市场经济体制转型的过程中,逐步建立起适应于外部市场环境的、灵活且具有竞争力的、合理有效的薪酬激励机制(代彬等,2011)^[4]。通过完善国有企业高管薪酬制度,发挥其激励功能,提升国有企业经营效率,为进一步释放制度红利,更充分地实现国有企业发展、做大做强国有资本奠定基础。

过去国有企业高管薪酬扭曲的问题遭到了大量诟病,针对“天价薪酬”等现象,中共中央、国务院先后出台了三次限薪政策,以期对央企负责人的薪酬进行规范管理。然而,已有大量研究发现,限薪政策未能达到预期效果,国有企业高管的运气薪酬仍然存在(沈艺峰和李培功,2010)^[5],并且引发了全要素生产率下降(黄贤环和王瑶,2020)^[6]、高管在职消费增加(陈冬华等,2005^[7];王曾等,2014^[8])、腐败加剧(徐细雄和刘星,2013)^[9]等问题。根据最优薪酬契约模型,公司通过制定基于业绩的薪酬制度把股东和高管的利益联系在一起(Jensen和Murphy,1990)^[2],能够促使高管更加认真地关注企业的业绩表现(卢锐,2014)^[10]、提高资本利用效率。因此,加强薪酬业绩敏感性成

收稿日期:2021-03-22

*基金项目:辽宁省社会科学规划基金青年项目“辽宁省上市公司质量提升研究:路径依赖与评价体系”(L20CGL008)。

作者简介:卜君,女,讲师,研究领域是资本市场会计与公司治理,电子邮箱:bujun@dufe.edu.cn;孙光国,男,教授,研究方向为会计理论、资本市场会计与公司治理,电子邮箱:sunbin99@dufe.edu.cn。通讯作者:孙光国。

为有效缓解国有企业代理问题的一种重要治理机制。如何确定国有企业高管薪酬,使其更加紧密地与高管贡献挂钩,成为推动国有企业改革攻坚的一个重要难题(王东京,2019)^[11]。

大量研究发现,国有企业高管薪酬业绩敏感性较低,并且受政治动机影响更容易获得超额薪酬(Firth等,2006^[12];徐玉德和张昉,2018^[13];刘凤委等,2007^[14])。主要原因在于:第一,国有企业管理层主要由政府行政机构任命并呈现“亦官亦商”的双重角色(刘小玄,2001)^[15],行政权力对资源再分配的影响长期存在(Xin和Pearce,1996^[16];吴文锋等,2008^[17])。“行政型治理”和“经济型治理”并存下的双重治理环境使得晋升导向驱动的高管行为更可能偏离企业业绩最大化的目标,弱化薪酬机制的激励效用(徐细雄和刘星,2013)^[9],并导致严重的“内部人控制”问题。第二,国有企业政策性负担的存在导致所有者对经理人的绩效评估缺乏有效的指标(Xin等,2019)^[18]。在政府过度干预下,国有企业业绩中包含较多政府行为的影响,使得企业绩效与管理者努力之间的相关性减弱(鄢伟波和邓晓兰,2019)^[19],难以制定基于业绩的薪酬契约对高管进行有效激励。既当“出资人”又当“裁判员”的国资委对控股公司的过度干预是导致这类国有企业高管薪酬业绩敏感性低下的重要原因(蔡地和万迪昉,2011)^[20]。林毅夫等(2004)^[21]指出,在没有解决政策性负担之前,那些着眼于改进国有企业内部治理机制的改革方案都难以发挥作用。因此,通过推动国资国企改革,从制度安排与机制建设上剥离政策性负担,为公司治理机制的有效运行营造良好的内外部环境,才能真正地、有效地推动薪酬契约在国有企业公司治理中发挥积极效应。

党的十八届三中全会拉开了新一轮国资国企改革的序幕,提出了当前及未来我国国有企业改革的两条主要路径:其一是通过从以管企业、管资产为主向管资本为主转变,继续深化国有资产监管,在管资本的要求下推进国资管理体制的优化完善;其二是积极发展混合所有制,通过国有企业产权层面的改革,推动经营治理层面的机制转变。即在宏观层面建立与市场经济相匹配和相适应的国资管理体制和微观层面建设公平参与市场竞争的企业主体(徐玉德和张昉,2018)^[13]。2015年的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》(下称《指导意见》)中明确提出“完善现代企业制度”的一项重要内容就是需要建立与社会主义市场经济相适应的薪酬分配激励机制,对国有企业管理者实施匹配聘用方式、适应企业功能性质、挂钩经营业绩的薪酬激励办法。基于此,大量的研究围绕混合所有制改革的效果展开,探讨如非国有股东参与治理(蔡贵龙等,2018^[22];耿云江等,2020^[23])等对国有企业高管薪酬激励产生的影响。而管资本为主下国资监管体制变革的效果却更多集中于理论探讨,采用大样本对这一改革效果展开研究的相对较少。

与国资委职能从以“管企业”为主向以“管资本”为主转变,依法履行出资人职责相对应的具体手段是通过改组组建国有资本投资运营公司(又称“两类公司”),将依法属于企业自主经营、自主决策的事项归位于企业。《指导意见》提出,国资监管机构依法对两类公司及其他监管企业履行出资人职责,同时授权两类公司对授权范围内的国有企业发挥应有的出资人责任,从而形成“国资委—国有资本投资运营公司—国有企业”的三级监管体系(刘纪鹏等,2020)^[24]。通过确立国有企业市场主体地位,解决政企不分、政资不分等问题,一方面,减少国资监管部门对国有企业的政治干预,减轻企业承担的政策性负担,使其真正回归市场竞争主体的地位,为管理层的努力与劳动报酬更加紧密结合提供良好的竞争环境;另一方面,通过国有资本投资运营公司把履行出资职能的国资委与上市公司隔离开,国资监管机构专注于考察投资运营公司在国有资本保值增值上的运作能力(李炳堃,2017)^[25],也将通过健全公司法人治理结构、建立以企业价值最大化为目标的现代企业制度,降低内部代理成本,为将管理者薪酬与业绩挂钩营造良好的治理环境。因此,理论上,国资监管体制“以管资本为主”的变革有助于国有企业捋顺管理者劳动付出、劳动成果以及劳动回报之间的关系,树立“能者多劳、劳者多得”的薪酬分配理念,提高薪酬契约机制的有效性。

鉴于国有资本投资运营公司于2014年开始陆续改组组建,本文将2010—2018年央企上市公

司,即以国务院国资委管理的中央企业作为实际控制人的A股上市公司作为研究对象。根据改组组建进程,通过手工收集比对将样本分为已经改组组建为两类公司的样本和未被改组组建为两类公司的样本,考察国资监管职能转变对试点央企薪酬业绩敏感性的影响。同时,根据Hart提出的产权理论,股权结构是国资监管部门及国有资本投资运营公司对其所投资国有企业发挥治理效应的基础性因素,继而将横向股权集中度与纵向金字塔股权结构纳入研究关系进行考察。研究发现,受到国资监管职能转变影响的央企上市公司有更高的薪酬业绩敏感性,并且上述关系在股权集中程度更高、金字塔层级更低的上市公司中更加明显。进一步地,围绕影响路径及并行政策影响下企业异质性特征进行检验发现,国资监管职能转变对试点央企高管薪酬业绩敏感性的提升作用在政策性负担水平较大、代理问题较严重和薪酬管制较弱的公司中表现更加明显。本文的研究结论从高管薪酬契约机制的治理视角,检验了国资监管职能转变这一改革手段的效果,同时也为我国在推进国有资本投资运营公司改组组建过程中下属上市公司现代企业治理制度的建设与完善,具有一定的政策参考价值。

本文的研究贡献主要体现在以下三个方面:(1)为国资国企改革的研究提供了新的证据。在新一轮国资国企改革背景下,大量文献围绕混合所有制对国有企业公司治理体系建设的影响及其效果展开,而对于以管资本为主的国资监管职能转变会通过改革国有资本经营授权体制给国有企业行为和经营结果带来怎样的影响仍然缺乏检验。特别地,《指导意见》中明确提出“到2020年,在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果”的主要目标。本文从高管薪酬契约有效性这一关键的治理视角出发,考察国资监管职能转变的治理效应,有助于对以管资本为主下的国资监管职能转变提供政策效果的检验证据。(2)丰富了国有企业高管薪酬契约有效性的相关研究。已有文献从法与金融的角度出发,发现市场化改革促进了国有企业经理薪酬与业绩间的关联性。但与国有企业改革的多任务理论预期相符,市场化进程没有对中央政府控制企业的薪酬—业绩敏感性产生显著影响(辛清泉和谭伟强,2009)^[26]。对此,以往研究虽从股权分置改革(陈胜蓝和卢锐,2012)^[27]、控制链长度(刘慧龙,2017)^[28]等方面展开探讨,但均发现这些改革措施对国有企业薪酬机制有效性的影响有限。在国资监管职能转变的背景下,本文对试点央企控股上市公司薪酬业绩敏感性的变化进行检验,从股权治理方式的视角补充了相关研究。(3)在国有企业改革过程中,如何通过股权结构安排、竞争机制引入、治理机制完善等方式提高国有企业治理有效性是一个重要议题。本文不仅从横向与纵向的股权结构视角对国资监管职能转变的薪酬治理效应进行了考察,还基于国有企业代理问题、所受薪酬管制强弱等视角将各类国有企业特征纳入考量,结果可为进一步深化国资国企改革、完善国资监管职能转变下的公司治理机制等提供经验证据。

二、理论分析与假设提出

1. 国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性

已有大量研究表明,政府干预的存在对国有企业高管激励机制产生了重要影响。首先,政府干预下国有企业需要承担一部分政策性负担(Xin等,2019)^[18],如就业、国家产业政策、公共服务和社会福利等众多社会任务和责任(林毅夫等,2004^[21];吴联生,2009^[29];曾庆生和陈信元,2006^[30];白俊和连立帅,2014^[31]),这些行政干预和政策性负担使得管理者目标由利润最大化转变为目标多元化,导致企业目标之间相互冲突(Bai等,2006^[32];Jian等,2020^[33])的同时,也造成了企业经营绩效与管理者努力之间的因果关系模糊。此外,基于管理者权力假说,在原有的监管模式下,由于国有企业出资人缺位,国资委同时扮演出资人与裁判员的角色,国有企业在业绩不佳时存在的预算软约束和较大规模政府补助的支持,掩盖了企业的真实盈利情况,无法区分是管理者的努力或能力的缺乏还是政策性负担对企业绩效产生的影响,难以建立有效的薪酬契约准确衡量国有企业经营绩效与管理者才能、努力程度和业绩之间的关系,进一步使得企业管理者的激励与绩效相分离,加剧

代理问题的同时降低了以业绩为基础制定薪酬契约的有效性(陈冬华等,2005)^[7]。其次,从我国国有企业的治理实践来看,政企不分的表现之一在于高管选聘过程中的行政干预(魏明海等,2017)^[34]。当高管同时承担“企业家”与“党政官员”的双重角色时,由于政府掌握着国有企业高管人员的考核与任免权,在设计晋升激励机制时同时纳入财务业绩与政策性负担指标,使得管理者更加看重承担政策性负担对政治晋升的影响,扭曲了应该按业绩晋升的市场经理人激励机制在公司治理中的运用(廖冠民和沈红波,2014)^[35]。

理论上,在国资监管职能转变背景下上述情况能够得到相应的解决。首先,以“管资本”为导向的国有资本授权经营体制改革可以通过缓解政策性负担问题,提高国有企业经营绩效与高管能力和努力及二者间关系的可评估程度。具体来说,改组组建国有资本投资运营公司之后,原先的“国资委—国有企业”两层架构变为“国资委—国有资本投资运营公司—国有企业”三层架构。通过将两类公司作为独立的市场投资运营主体来负责资本配置与经营决策,国资委则作为国资监管机构专注考察两类公司的资本配置效率及国有资本保值增值效果,将有助于国有资本出资人的监督权和经营权相分离(马忠等,2017)^[36]。一是从制度设计上减少政府对国有企业的直接干预,缓解原国有企业面临的较重政策性负担问题;二是通过明确国有资本投资运营公司的股权所有者角色和责任,采用市场化运作的方式管理国有企业,强化国有企业的市场属性和自主能力,并充分利用国有资本与社会资本的互补优化功能,更好地发挥管理者能力在提升企业资本配置绩效过程中的积极作用(柳学信,2015^[37];平新乔,2018^[38]),从而使得企业业绩能够更加直接地体现管理者的履职能力,同时也有助于减少管理者薪酬确定过程中的主观性评估因素。其次,以“管资本”为导向的授权经营体系改革有助于解决国有资本出资人缺位的问题,国资监管职能转变后,国资委回归最初的“监督人”角色,作为上市公司的央企需要接受国资委的监督,同时按照国有资本投资运营公司的业绩导向要求展开运营。一方面,通过在竞争市场中建立现代企业制度,将管理者的选拔和聘任、考核和激励等回归到经理人市场中,管理者不再仅于国有企业体制内流转,在有限的薪酬约束下更加关注政治晋升的动机与机会将会大量削减,代理问题在外部监督与约束下也将得到缓解,例如在中粮与国投试点单位的授权中下放的18项权力中就包括了总经理和经营班子的任免这一核心事项;另一方面,“管资本”转变后,国有企业将逐步脱离直接的行政干预,加强自主经营,强化市场属性。更加趋向市场化的薪酬契约订立,也将促使管理者更加集中关注于企业业绩表现,以争取与业绩相挂钩的薪酬总量。因此,本文提出如下假设:

H₁: 国资监管职能转变显著提高了央企上市公司高管的薪酬业绩敏感性。

2. 股权集中度、国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性

国有股权比例在某种程度上代表了政府控制所导致的行政型治理强度。股权过度集中通常被认为会加剧大股东与小股东之间的第二类代理成本(Shleifer和Vishny,1997^[39];Lin等,2020^[40])。一方面,股权集中加剧了控股股东和少数股东之间的利益冲突(Morck等,2005^[41];Young等,2008^[42])。相对于最大化企业利润,国有企业更倾向于最大化社会和政治利益(Fan等,2005)^[43],如要求企业吸收多余劳动力、资助公共项目等(Lin等,2020^[40];Young等,2008^[42])。这些不仅成为企业经营和投资效率的一项严重障碍(Jiang等,2010)^[44],也削弱了管理者以业绩为导向的经营目标。另一方面,股权集中下当国有股东没有足够的激励和有效的机制来监督和约束管理者时,还可能由于管理层权力的强化而产生严重的代理成本(Morck等,2005^[41];Young和Peng,2008^[42])。国资委的行政干预导致与国有企业之间权责利不清晰,“有责任推诿”的出资人“缺位”和“有利益时争夺”的出资人“越位”使得国有企业管理者缺乏动力努力经营企业,结果是企业运营效率低下。以往研究也发现,政府对企业的干预越多,国有企业经营者薪酬契约中使用会计绩效的就越少(刘凤委等,2007)^[14]。因而,集中的国有股权下国有企业高管薪酬业绩敏感性低下这一问题更加突出。

股权结构是国资监管部门及国有资本投资运营公司对其所投资的国有企业发挥治理效应的基础性决定因素。国资监管职能向以管资本为主转变的关键就在于对其出资人职责的清晰界定。具体地,通过将原政府与企业股权控制的直接对接,改为在中间设立一层国有资产产权经营机构,这一机构面对政府进行授权经营,面对下面的企业则是作为控股公司(刘纪鹏和黄习文,2014)^[45]。国有资本投资运营公司作为最下层国有企业的股东,通过资源配置及资本的有效运作实现国有资本保值增值(李炳堃,2017)^[25],从而降低政府对控股企业的直接“干预”,提高国有资本投资运营公司下的国有上市公司经营灵活性、治理规范性和市场化。因此,就管理者薪酬业绩敏感性而言,对于那些股权集中度更高的央企控股上市公司,即国资委控股比例更高、原有干预更强的公司,理论上受到国资监管职能转变的影响将更加明显。因此,本文提出如下假设:

H₂:相较于股权集中度较低的央企上市公司,国资监管职能转变对高管薪酬业绩敏感性的作用在股权集中度较高的央企上市公司中更加显著。

3. 金字塔层级、国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性

正如前文所述,政府干预不利于企业实施基于业绩的高管薪酬激励机制。作为控股股东以较少资本实现对下属公司控制的一种方式(Fan等,2013)^[46],金字塔结构实质上是一种分权的机制,它的形成主要源于政府放权。已有大量研究发现,利用金字塔股权结构延长控制链,有助于实现政企分离、降低政府干预、减轻政策性负担(财政或就业问题)(Fan等,2005)^[43],从而提高国有企业效率和管理专业化水平(Fan等,2013^[46];苏坤,2016^[47])。一方面,金字塔层级延长有助于提高国有企业的决策权和经营活力,从而使得企业业绩能够更真实地体现管理者的努力程度。由于国有企业隶属级别越高,其多任务特征越明显(Bai等,2006)^[32]。因此在金字塔股权结构中控制链越长,企业受到的干预越少,经营目标更强调盈利导向,投资效率越高(Opie等,2019)^[48]、纳税负担越轻(刘行和李小荣,2016^[49];Zhang等,2016^[50])、员工效率和企业绩效越高,企业业绩也能够更直接地体现管理者的才能和努力程度(周静和辛清泉,2017)^[51]。另一方面,金字塔层级的延长有助于推动管理者薪酬契约市场化。国资委处于国有企业金字塔股权结构的顶端。当国有企业和国资委之间存在两层或两层以上的股权关系时,国有企业管理者(如果管理者不在上层企业任职)一般不作为干部管理(Xin等,1996)^[16],考核和薪酬主要由国有企业内部决定。此时,这些管理者的选择和激励将更注重以市场化为导向的业绩考核。因此当国有上市公司处于金字塔结构的底层时,管理者薪酬与会计绩效的相关性越强,也越有可能因为会计绩效不佳而更换管理者(周静和辛清泉,2017)^[51]。

建立国有资本投资运营公司在本质上就是通过强调国资委出资人的职责,将央企上市公司职能定位、治理机制等归于市场,国资委作为出资人对企业管理层及职能部门的职责不再进行直接干预,同时将原国有企业需要配合承担的某些公共管理工作的任务归位于专门的政府部门和相关单位^①。由国有资本投资运营公司来发挥对所持股国有企业的股东职责,并在市场业绩考核下专注于提高资本投资运作效率。从而实现国资委出资人职能与监管者职能的分开,减少政府的寻租行为和对国有企业的直接干预。鉴于央企控股上市公司所处金字塔层级越高,改革前受到的政府干预程度越大、薪酬契约市场化导向越差,在国资监管职能转变时市场力量对这类处于较高金字塔层级的央企控股上市公司薪酬契约的影响理应更加明显;相反地,对于原金字塔层级相对较低的央企控股上市公司,原先受到的政府干预相对较少、治理结构更加接近市场,国资监管职能转变通过放松干预、规范完善法人结构等对其薪酬契约产生的影响则会相对较弱。因此,本文提出如下假设:

H₃:相较于金字塔层级较长的央企上市公司,国资监管职能转变对高管薪酬业绩敏感性的作用在金字塔层级较短的央企上市公司中更加显著。

① 根据2019年4月发布的《改革国有资本授权经营体制方案》。

三、研究设计

1. 样本与数据

国务院国资委自 2014 年起相继选择了 21 家中央企业作为改革试点,鉴于本文以国资委改组组建国有资本投资运营公司作为考察国资监管职能向以“管资本”为主转变的视角,本文以 2010—2018 年的 A 股央企上市公司作为总体研究样本,并根据作为央企上市公司实际控制人的央企集团是否改组组建了国有资本投资运营公司,把总体研究样本区分为实验组和控制组。具体分布情况如表 1 所示:

表 1 研究样本分布情况

样本类型	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	合计
控制组	243	259	271	272	256	263	242	249	173	2228
实验组	0	0	0	0	13	13	41	41	93	201
总体样本	243	259	271	272	269	276	283	290	266	2429

资料来源:作者整理

本文所用其他数据分别来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库,删除了财务数据缺失及资产负债率大于 1 的企业样本,最终获得 2429 个有效观测值。在此基础上对连续变量在上下 1% 水平上进行了 Winsorize 处理。

2. 模型设定与变量定义

本文采用双重差分模型(DID)来考察国资监管职能转变对央企上市公司高管薪酬业绩敏感性的影响,设置如下模型来进行检验:

$$\begin{aligned}
 Pay_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Post_{it} \times ROA_{it} + \alpha_2 Post_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \\
 & \alpha_6 Balan_{it} + \alpha_7 Board_{it} + \alpha_8 Indep_{it} + \alpha_9 Growth_{it} + \alpha_{10} Dual_{it} + \\
 & \sum Year + \sum Industry + \sum Firm + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (1)$$

其中, Pay 为被解释变量,参考已有研究(蔡贵龙等,2018)^[22],使用公司披露前三名高管薪酬总额的对数来度量。 ROA 为衡量企业业绩的总资产收益率指标, α_3 为高管的薪酬业绩敏感性。 $Post$ 为本文中代表国资监管职能转变的事件冲击变量,即以改组组建国有资本投资运营公司为视角度量的国资监管职能转变事件,其为虚拟变量,若样本的实际控制人央企集团已经改组组建了国有资本投资运营公司的,该变量取 1,否则取 0。 α_1 反映了国资监管职能转变对央企上市公司高管薪酬业绩敏感性的净影响程度。金字塔层级($Level$):参考江轩宇(2016)^[52]等,将公司最终控制人到上市公司之间控制链上的每一个单位(个人)作为一级层级,计算不包括上市公司本身的层级数。当最终控制人与上市公司之间存在多条控制链的情形,按照层级最多的一条来计算金字塔层级。股权集中度($Shrcr1$):用第一大股东持股比例表示。控制变量的选取主要参考了已有薪酬业绩敏感性的文献(蔡贵龙等,2018^[22];刘慧龙,2017^[28]),控制了公司层面对高管薪酬契约产生影响的其他因素。另外,使用固定效应模型同时控制了公司、行业和年度的影响。变量具体定义如表 2 所示。

表 2 变量定义表

变量名	变量符号	变量说明
高管薪酬	Pay	上市公司前三名高管薪酬总额取自然对数
总资产收益率	ROA	本期净利润/期末总资产
国有资本投资运营公司	$Post$	若上市公司的实际控制人央企集团当年已经改组组建国有资本投资运营公司的,该变量取 1,否则取 0

续表 2

变量名	变量符号	变量说明
金字塔层级	<i>Level</i>	最终控制人到上市公司之间的控制键长度
股权集中度	<i>Shrcr1</i>	年末第一大股东持股比例
公司规模	<i>Size</i>	公司年末总资产的对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	资产负债率,即总负债/总资产
股权制衡度	<i>Balan</i>	第二大到第十大股东持股比例与第一大股东持股比例之差
董事会规模	<i>Board</i>	公司董事会总人数
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例
公司成长性	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率
两职合一	<i>Dual</i>	当董事长与总经理为同一人,取值为 1,否则为 0
年度	<i>Year</i>	2010—2018 年的年份虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	所属行业虚拟变量,根据证监会 2012 年行业分类标准设定,其中制造业采用二级代码分类

资料来源:作者整理

四、实证结果分析

1. 描述性统计分析

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果,可以看到样本期间内公司前三名高管薪酬取自然对数 (*Pay*) 的均值为 14.41。实际控制人改组组建了国有资本投资运营公司的样本比例占 8%, 平均资产收益率 (*ROA*) 为 0.05。其余变量与现有文献研究结果基本保持一致。

表 3 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	25% 分位	中位数	75% 分位	最小值	最大值
<i>Pay</i>	2429	14.41	0.65	14.02	14.40	14.75	12.21	16.34
<i>Post</i>	2429	0.08	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>ROA</i>	2429	0.05	0.06	0.02	0.04	0.07	0.00	0.40
<i>Size</i>	2429	23.00	1.69	21.79	22.72	23.93	19.31	27.08
<i>Lev</i>	2429	0.53	0.21	0.37	0.55	0.69	0.05	0.93
<i>Balan</i>	2429	19.24	12.96	8.51	16.38	27.68	1.95	57.48
<i>Board</i>	2429	9.37	1.92	8.00	9.00	11.00	5.00	15.00
<i>Indep</i>	2429	0.37	0.06	0.33	0.33	0.38	0.31	0.57
<i>Growth</i>	2429	0.18	0.53	-0.03	0.10	0.25	-0.61	4.02
<i>Dual</i>	2429	0.06	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

资料来源:作者整理

2. DID 估计结果

(1) 国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性。表 4 是利用模型(1)检验国资监管职能转变对试点央企上市公司高管薪酬业绩敏感性影响的回归结果。第(1)列只控制了年度、行业和公司效应,第(2)列在此基础上控制了其他变量。可以看到,在控制了其他相关因素后,关键变量 $Post \times ROA$ 的系数在 1% 的水平上显著为正 ($t = 3.54$), 即表明国资监管职能转变显著提升了试点央企上市公司的高管薪酬业绩敏感性。本文的假设 H_1 得到了实证结果的支持。

表4 国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性回归结果

变量	(1) Pay	(2) pay
<i>Post</i> × <i>ROA</i>	1.968 *** (4.09)	1.603 *** (3.54)
<i>Post</i>	-0.012 (-0.32)	-0.014 (-0.38)
<i>ROA</i>	0.382 *** (2.61)	0.410 *** (2.64)
<i>Size</i>		0.245 *** (15.21)
<i>Lev</i>		-0.544 *** (-7.44)
<i>Balan</i>		0.002 ** (2.09)
<i>Board</i>		0.000 (0.06)
<i>Indep</i>		0.013 (0.06)
<i>Growth</i>		-0.039 *** (-2.68)
<i>Dual</i>		-0.036 (-1.11)
<i>Constant</i>	14.057 *** (640.98)	8.803 *** (24.44)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES
观测值	2429	2429
R ²	0.326	0.407

注: *、** 和 *** 分别表示系数在 10%、5%、1% 水平显著,下同

资料来源:作者整理

(2) 股权集中度、国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性。为了检验国资监管职能转变与高管薪酬业绩敏感性间关系在不同股权集中度央企上市公司中的差异效应,本文将样本央企上市公司按照年度第一大股东持股比例的中位数分为股权集中度较高和较低两组样本。利用模型(1)对上述两组样本进行回归检验。结果如表5所示,从结果中可以看到,关键变量 *Post* × *ROA* 的系数在列(1)中在 5% 的水平上显著为正 ($t = 2.06$),而在列(2)中则不显著,表明国资监管职能转变对试点央企高管薪酬业绩敏感性的提升效应在股权集中度较高,即在股权上受到干预更多的公司中更为明显。结果证实了本文的假设 H_2 。

表5 股权集中度、国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性回归结果

变量	(1) 集中度较高 Pay	(2) 集中度较低 Pay
<i>Post</i> × <i>ROA</i>	1.503 ** (2.06)	0.866 (1.49)
<i>Post</i>	-0.024 (-0.46)	0.036 (0.70)
<i>ROA</i>	0.394 * (1.76)	0.482 ** (2.32)
<i>Size</i>	0.183 *** (6.75)	0.249 *** (10.23)
<i>Lev</i>	-0.501 *** (-4.28)	-0.504 *** (-4.80)
<i>Balan</i>	-0.005 ** (-1.96)	0.001 (0.94)
<i>Board</i>	0.016 (1.49)	-0.009 (-0.73)
<i>Indep</i>	0.124 (0.46)	-0.646 ** (-2.09)
<i>Growth</i>	-0.050 ** (-2.51)	-0.021 (-1.01)
<i>Dual</i>	-0.014 (-0.27)	0.000 (0.00)
<i>Constant</i>	10.147 *** (16.71)	9.006 *** (16.52)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES
观测值	1213	1216
R ²	0.299	0.422

资料来源:作者整理

(3) 金字塔层级、国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性。为了检验国资监管职能转变与高管薪酬业绩敏感性间关系在不同金字塔层级链条央企上市公司中的差异效应, 本文将样本按照年度金字塔层级中位数分为层级较长与层级较短两组样本。利用模型(1)对上述两组样本进行回归检验, 结果如表6所示, 可以看到, 关键变量 $Post \times ROA$ 的系数在列(2), 即金字塔层级相对较短的样本组中在1%的水平上显著为正 ($t = 3.65$), 而在列(1)中则不显著。表明国资监管职能转变对央企高管薪酬业绩敏感性的提升效应在所处金字塔层级较短, 即距离最终控制人较近, 受到干预更多的央企上市公司中更为明显。结果证实了本文的假设 H_3 。

表6 金字塔层级、国资监管职能转变与试点央企高管薪酬业绩敏感性回归结果

变量	(1) 层级较长 Pay	(2) 层级较短 Pay
$Post \times ROA$	0.910(1.54)	2.533*** (3.65)
$Post$	0.043(0.73)	-0.029(-0.60)
ROA	0.229(0.89)	0.512*** (2.61)
$Size$	0.157*** (6.18)	0.299*** (11.81)
Lev	-0.484*** (-3.74)	-0.683*** (-7.08)
$Balan$	0.003* (1.78)	-0.001(-0.77)
$Board$	0.001(0.04)	-0.000(-0.01)
$Indep$	-0.588(-1.56)	0.049(0.20)
$Growth$	-0.017(-0.74)	-0.046** (-2.38)
$Dual$	0.069(1.06)	-0.033(-0.84)
$Constant$	10.947*** (20.02)	7.714*** (13.23)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES
观测值	805	1624
R^2	0.389	0.374

资料来源: 作者整理

3. 稳健性检验

(1) 倾向得分匹配。鉴于国资监管职能转变主要通过改组组建两类公司实现, 而两类公司试点可能存在自选择问题的客观事实, 本文采用倾向得分匹配的最近邻匹配对实验组和控制组样本观测值重新进行匹配, 然后基于匹配后的样本观测值重新带入模型(1)进行双重差分检验, 进而缓解样本自选择带来的评估偏误。从表7的第(1)~(5)列可以发现, 经过倾向得分匹配后的固定效应双重差分检验结果显示, 国资监管职能转变能够显著提高试点央企的高管薪酬业绩敏感性, 且二者之间的关系在金字塔层级较短、股权集中度较高的公司中更加明显。可见, 考虑样本自选择偏误问题后, 本文相关研究结论依然成立。

表7 倾向得分匹配后检验结果

变量	(1) 全样本 Pay	(2) 集中度较低 Pay	(3) 集中度较高 Pay	(4) 层级较长 Pay	(5) 层级较短 Pay
$Post \times ROA$	1.607*** (3.34)	0.661 (0.99)	1.731** (2.36)	1.024 (1.48)	2.816*** (3.85)
$Post$	-0.012 (-0.30)	0.033 (0.54)	-0.019 (-0.35)	0.059 (0.85)	-0.063 (-1.16)
ROA	0.509** (2.39)	0.819** (2.54)	0.436 (1.56)	0.131 (0.31)	0.651*** (2.59)
$Size$	0.282*** (12.84)	0.266*** (8.01)	0.196*** (5.49)	0.199*** (5.51)	0.307*** (9.35)

续表 7

变量	(1)全样本 <i>Pay</i>	(2)集中度较低 <i>Pay</i>	(3)集中度较高 <i>Pay</i>	(4)层级较长 <i>Pay</i>	(5)层级较短 <i>Pay</i>
<i>Lev</i>	-0.521 *** (-5.41)	-0.396 *** (-2.78)	-0.469 *** (-3.20)	-0.250 (-1.31)	-0.772 *** (-6.11)
<i>Balan</i>	0.002 * (1.78)	0.003 (1.53)	-0.005 * (-1.82)	0.003 (1.30)	-0.001 (-0.62)
<i>Board</i>	0.002 (0.16)	-0.007 (-0.42)	0.023 * (1.74)	0.005 (0.27)	0.008 (0.63)
<i>Indep</i>	0.131 (0.50)	-0.090 (-0.24)	0.217 (0.58)	-0.391 (-0.76)	0.159 (0.50)
<i>Growth</i>	-0.048 *** (-2.60)	-0.034 (-1.22)	-0.026 (-1.01)	-0.025 (-0.85)	-0.042 (-1.62)
<i>Dual</i>	-0.087 ** (-2.06)	-0.101 (-1.64)	0.004 (0.07)	-0.041 (-0.50)	-0.063 (-1.22)
<i>Constant</i>	7.950 *** (16.01)	8.327 *** (11.16)	9.788 *** (12.37)	9.826 *** (12.80)	7.484 *** (9.75)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	1069	501	568	398	671
<i>R</i> ²	0.441	0.481	0.354	0.470	0.429

资料来源:作者整理

(2)安慰剂检验。为了缓解样本选择性偏差对本文政策评估效果带来的干扰,同时考虑本文的结果可能受到同期薪酬管制等其他政策效果的影响,本文进一步采用安慰剂检验来进行稳健性测试,以克服潜在的干扰因素影响。具体而言,本文将2014—2018年受到政策影响的时间变量与政策变量交互项虚拟变量统一前移2年,使用虚拟的受政策影响变量 *Post2* 代表样本中受影响后的实验组。如果本文的政策效果是由于两类公司与非两类公司之间一些不可观测因素的固有差异所得到,那么用虚拟替代变量 *Post2* 进行安慰剂检验也能得到与基本回归一致的结果。但表8的检验结果显示, *Post2* × *ROA* 这一关键变量的系数在虚拟政策下并不显著,这表明虚拟的政策并不能影响央企高管薪酬业绩敏感性,结果从一个方面凸显了国资监管职能转变后对两类公司薪酬治理机制的改进效应,也意味着实验组与控制组的固有差异并不会影响本文的研究结论。

表 8 安慰剂检验结果

变量	(1)全样本 <i>Pay</i>	(2)集中度较低 <i>Pay</i>	(3)集中度较高 <i>Pay</i>	(4)层级较长 <i>Pay</i>	(5)层级较短 <i>Pay</i>
<i>Post2</i> × <i>ROA</i>	0.059 (0.17)	-0.684 (-1.52)	0.523 (0.99)	-0.095 (-0.21)	0.848 (1.57)
<i>Post2</i>	0.030 (0.98)	0.086 * (1.96)	0.027 (0.63)	0.093 * (1.92)	0.000 (0.01)
<i>ROA</i>	0.479 *** (3.04)	0.659 *** (3.00)	0.406 * (1.89)	0.360 (1.37)	0.533 *** (2.69)
<i>Size</i>	0.242 *** (15.07)	0.266 *** (10.93)	0.160 *** (6.59)	0.162 *** (6.38)	0.298 *** (11.95)
<i>Lev</i>	-0.488 *** (-6.63)	-0.490 *** (-4.70)	-0.281 ** (-2.49)	-0.493 *** (-3.81)	-0.589 *** (-6.01)
<i>Balan</i>	0.003 ** (2.49)	0.002 (1.14)	-0.005 ** (-2.38)	0.003 * (1.72)	-0.000 (-0.25)

续表 8

变量	(1)全样本 <i>Pay</i>	(2)集中度较低 <i>Pay</i>	(3)集中度较高 <i>Pay</i>	(4)层级较长 <i>Pay</i>	(5)层级较短 <i>Pay</i>
<i>Board</i>	-0.000 (-0.01)	-0.005 (-0.41)	0.012 (1.19)	-0.001 (-0.05)	0.001 (0.11)
<i>Indep</i>	-0.046 (-0.23)	-0.451 (-1.58)	0.033 (0.12)	-0.599 (-1.59)	-0.045 (-0.19)
<i>Growth</i>	-0.038*** (-2.66)	-0.012 (-0.58)	-0.031 (-1.61)	-0.018 (-0.80)	-0.046** (-2.45)
<i>Dual</i>	-0.034 (-1.04)	0.021 (0.47)	-0.025 (-0.51)	0.068 (1.04)	-0.027 (-0.71)
<i>Constant</i>	8.865*** (24.72)	8.514*** (15.66)	10.610*** (19.79)	10.865*** (19.85)	7.693*** (13.39)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	2408	1203	1205	800	1608
R ²	0.400	0.419	0.319	0.388	0.366

资料来源:作者整理

(3)替换核心度量变量。本文的结论可能受到公司业绩与高管薪酬度量指标的影响,为了保证本文前述主检验回归结果的稳健性,参考已有研究做法,本文在稳健性检验中分别使用董监高前三名薪酬总额的自然对数(*Pay2*)与净资产收益率(*ROE*)替代主检验中前三名高管薪酬对数(*Pay*)和总资产收益率(*ROA*),带入模型(1)中进行再次检验。表9和表10分别呈现了替换*Pay*和*ROA*后的检验结果,可以看到结果与前文保持一致,本文的研究结论仍然稳健成立。

表 9 替换变量后的检验结果(*Pay*)

变量	(1)全样本 <i>Pay2</i>	(2)集中度较低 <i>Pay2</i>	(3)集中度较高 <i>Pay2</i>	(4)层级较长 <i>Pay2</i>	(5)层级较短 <i>Pay2</i>
<i>Post</i> × <i>ROA</i>	1.380*** (3.22)	0.816 (1.45)	1.571** (2.29)	0.706 (1.25)	2.398*** (3.64)
<i>Post</i>	-0.008 (-0.24)	0.036 (0.72)	-0.050 (-1.03)	0.045 (0.81)	-0.037 (-0.80)
<i>ROA</i>	0.498*** (3.38)	0.593*** (2.96)	0.406* (1.92)	0.326 (1.33)	0.605*** (3.25)
<i>Size</i>	0.262*** (17.18)	0.258*** (10.99)	0.188*** (7.37)	0.189*** (7.82)	0.300*** (12.48)
<i>Lev</i>	-0.472*** (-6.81)	-0.474*** (-4.69)	-0.346*** (-3.14)	-0.370*** (-3.01)	-0.608*** (-6.63)
<i>Balan</i>	0.003*** (2.77)	0.002 (1.20)	-0.002 (-1.06)	0.004** (2.55)	-0.000 (-0.33)
<i>Board</i>	-0.002 (-0.22)	-0.006 (-0.54)	0.017* (1.69)	-0.006 (-0.47)	0.002 (0.20)
<i>Indep</i>	-0.061 (-0.32)	-0.667** (-2.24)	0.074 (0.29)	-0.741** (-2.08)	0.059 (0.25)
<i>Growth</i>	-0.051*** (-3.73)	-0.035* (-1.77)	-0.059*** (-3.11)	-0.041* (-1.94)	-0.052*** (-2.87)
<i>Dual</i>	-0.049 (-1.59)	-0.004 (-0.09)	-0.047 (-0.97)	0.074 (1.20)	-0.061 (-1.64)

续表 9

变量	(1)全样本 Pay2	(2)集中度较低 Pay2	(3)集中度较高 Pay2	(4)层级较长 Pay2	(5)层级较短 Pay2
<i>Constant</i>	8.480 *** (24.88)	8.831 *** (16.83)	9.982 *** (17.44)	10.328 *** (19.91)	7.680 *** (13.87)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	2429	1216	1213	805	1624
R ²	0.437	0.436	0.329	0.438	0.395

资料来源:作者整理

表 10 替换变量后的检验结果(ROA)

变量	(1)全样本 Pay	(2)集中度较低 Pay	(3)集中度较高 Pay	(4)层级较长 Pay	(5)层级较短 Pay
<i>Post × ROE</i>	0.016 *** (3.33)	-0.000 (-0.02)	0.031 *** (2.85)	0.035 (1.11)	0.021 *** (4.25)
<i>Post</i>	0.041 (1.34)	0.058 (1.25)	0.047 (1.13)	0.068 * (1.66)	0.037 (0.70)
<i>ROE</i>	0.001 ** (2.56)	0.001 ** (2.12)	0.000 (1.40)	0.001 ** (2.41)	-0.000 (-0.19)
<i>Size</i>	0.232 *** (14.09)	0.254 *** (10.49)	0.144 *** (5.53)	0.296 *** (11.60)	0.127 *** (4.86)
<i>Lev</i>	-0.567 *** (-7.72)	-0.487 *** (-4.68)	-0.514 *** (-4.48)	-0.704 *** (-7.24)	-0.512 *** (-3.99)
<i>Balan</i>	0.002 * (1.90)	0.002 (1.31)	-0.006 *** (-2.72)	-0.001 (-0.65)	0.003 (1.47)
<i>Board</i>	0.001 (0.10)	-0.005 (-0.43)	0.012 (1.11)	0.002 (0.18)	-0.002 (-0.16)
<i>Indep</i>	0.003 (0.01)	-0.493 * (-1.72)	0.149 (0.52)	0.103 (0.42)	-0.632 * (-1.70)
<i>Growth</i>	-0.011 (-0.85)	0.008 (0.43)	-0.005 (-0.26)	-0.017 (-0.94)	0.011 (0.59)
<i>Dual</i>	-0.042 0.016 ***	0.016 -0.000	-0.017 0.031 ***	-0.025 0.035	0.026 0.021 ***
<i>Constant</i>	9.106 *** (24.64)	8.820 *** (16.34)	11.083 *** (19.15)	7.749 *** (13.16)	11.694 *** (20.70)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	2425	1211	1214	805	1620
R ²	0.405	0.418	0.319	0.365	0.402

资料来源:作者整理

(4)控制住其他激励方式的影响。考虑到国有企业高管的广义薪酬激励除了现金薪酬,还包括在职消费、股权激励等激励方式,而如在职消费也可能是管理者自我弥补薪酬机制不足的一种方式,从而影响高管薪酬契约机制的有效性。为了进一步控制其他薪酬激励方式对国有企业高管薪酬的影响,参考蔡贵龙等(2018)^[22]、陈冬华等(2005)^[7],本文通过对公司年报中涉及的差旅费、办公费等与高管相关的费用进行分析加总获得在职消费的金额。将高管持股(*Mshare*)与在职消费(*Perk*)同时放入模型(1)中重新进行回归。表11呈现了控制其他激励方式后的回归结果,可以看到本文的主要研究结论仍然成立,其他激励方式的存在并未影响到本文结论的稳健性。

表 11 控制其他激励方式后的检验结果

变量	(1)全样本 <i>Pay</i>	(2)集中度较低 <i>Pay</i>	(3)集中度较高 <i>Pay</i>	(4)层级较长 <i>Pay</i>	(5)层级较短 <i>Pay</i>
<i>Post × ROA</i>	1.308 *** (2.83)	0.477 (0.81)	1.825 ** (2.57)	0.650 (1.06)	2.520 *** (3.39)
<i>Post</i>	0.003 (0.09)	0.008 (0.16)	0.018 (0.35)	0.057 (0.89)	-0.020 (-0.41)
<i>ROA</i>	0.403 ** (2.52)	0.596 *** (2.66)	0.387 * (1.76)	0.505 * (1.83)	0.442 ** (2.25)
<i>Size</i>	0.232 *** (13.43)	0.220 *** (8.85)	0.152 *** (5.11)	0.166 *** (5.79)	0.271 *** (10.84)
<i>Lev</i>	-0.383 *** (-5.05)	-0.443 *** (-4.15)	0.013 (0.11)	-0.493 *** (-3.65)	-0.373 *** (-3.71)
<i>Balan</i>	0.003 *** (2.98)	0.002 (1.46)	-0.005 ** (-2.31)	0.003 * (1.71)	0.001 (0.79)
<i>Board</i>	0.005 (0.65)	-0.001 (-0.10)	0.015 (1.45)	0.003 (0.17)	0.003 (0.31)
<i>Indep</i>	0.051 (0.25)	-0.174 (-0.59)	-0.010 (-0.04)	-0.498 (-1.26)	0.103 (0.42)
<i>Growth</i>	-0.055 *** (-3.38)	-0.016 (-0.68)	-0.051 ** (-2.29)	-0.001 (-0.02)	-0.080 *** (-3.80)
<i>Dual</i>	-0.051 (-1.50)	-0.042 (-0.94)	-0.023 (-0.45)	0.077 (1.08)	-0.054 (-1.38)
<i>Mshare</i>	0.424 (0.83)	0.702 (1.29)	0.865 (0.51)	0.777 (1.02)	0.095 (0.12)
<i>Perk</i>	0.442 (1.47)	-0.355 (-0.88)	0.516 (1.10)	-0.936 * (-1.78)	0.841 ** (2.23)
<i>Constant</i>	8.924 *** (23.20)	9.371 *** (17.09)	10.610 *** (16.07)	10.679 *** (17.68)	8.083 *** (14.06)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	2269	1146	1123	755	1514
R ²	0.406	0.420	0.316	0.390	0.383

资料来源:作者整理

五、进一步分析

1. 作用路径检验

(1)政策性负担水平的影响。正如前述理论分析中提出,国资监管职能转变实现对下层控股上市公司薪酬治理机制产生影响的路径之一在于,通过改组组建国有资本投资运营公司形成政企之间的有效隔离带,降低国有企业承担的政策性负担,将企业自主经营、市场化管理归于市场,相应地对其包括薪酬制度在内的公司治理机制产生改革效应。由此衍生的一个问题是:如果企业承担的政策性负担相对更大,那么国资监管职能转变下通过中间层次“两类公司”的建立,降低其政策

性负担,增强业绩可比性与透明度,从而提高薪酬业绩敏感性的效果也应相对更大。

已有研究表明,政府干预所导致冗员负担(江轩宇,2016^[52];张敏等,2013^[53])的存在对国有企业高管激励机制产生了负面效应(方政等,2017)^[54],严重影响了企业业绩对高管努力程度的反映能力,扭曲了高管激励机制的业绩增长导向目标实现。因此,为了对上述推测进行考察,本文设置企业冗余雇员指标来对国有企业的政策性负担水平进行衡量。

具体地,参考已有研究(曾庆生和陈信元,2006^[30];江轩宇,2016^[52])的做法,利用下述模型(2)估计企业的期望雇员规模。模型(2)残差所代表的雇员规模实际值与预期值之差用来衡量企业的冗余雇员规模(*Overemp*)。其中 *Employ* 等于公司雇佣人员总数与当年销售收入总额的比值乘以 1000², *Size* 等于公司的总资产对数; *PPE* 等于公司固定资产与总资产的比值; *Growth* 等于公司的销售收入增长率; *ROA* 为公司总资产报酬率。

$$Employ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{it} + \alpha_2 Lev_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \alpha_5 PPE_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

按照上述衡量冗余雇员规模指标的年度中位数,本文将样本分为两组分别进行回归。表 12 的第(1)列和第(2)列列示了这一结果。可以看到,国资监管职能转变对央企高管薪酬业绩敏感性的影响,在企业冗员规模较大,即政策性负担相对更大的样本中更加显著。而当企业冗员规模较小时二者之间的效应则不明显。检验结果从缓解政策性负担这一作用机制上对本文前述的理论推导提供了补充证据。

表 12 政策性负担水平影响下的分组回归结果

变量	(1) 负担较大 <i>Pay</i>	(2) 负担较小 <i>Pay</i>
<i>Post × ROA</i>	1.603*** (2.58)	1.208* (1.80)
<i>Post</i>	-0.068 (-1.37)	0.046 (0.87)
<i>ROA</i>	0.180 (0.87)	0.511** (2.08)
<i>Size</i>	0.210*** (8.80)	0.188*** (7.77)
<i>Lev</i>	-0.104 (-1.01)	-0.633*** (-5.19)
<i>Balan</i>	0.005*** (3.46)	-0.001 (-0.36)
<i>Board</i>	0.002 (0.18)	0.007 (0.51)
<i>Indep</i>	0.205 (0.83)	-0.742* (-1.91)
<i>Growth</i>	-0.009 (-0.46)	-0.039* (-1.89)
<i>Dual</i>	-0.037 (-0.87)	0.027 (0.52)
<i>Constant</i>	9.192*** (17.39)	10.445*** (18.95)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES
观测值	1342	1087
R ²	0.402	0.328

资料来源:作者整理

(2)代理问题的影响。大量研究发现,由于缺乏有效的监督,国有企业特别是中央国有企业中存在严重的内部人控制问题。有效的高管薪酬机制通常被视为促使委托人与代理人利益趋同、降低企业代理成本的一种有力手段(Jensen 和 Meckling,1976)^[1]。本文前述理论分析中也提出,国资监管职能转变作用于央企高管薪酬业绩敏感性的途径之一便在于通过解决原国有资本出资人缺位等问题来缓解内部人控制的风险,加强对国有企业经理人的监督与约束,同时通过将国有企业更加直接地归于市场中进行充分竞争,提高市场无形之手对其产生的约束和激励效用,缓解代理问题对货币性薪酬治理机制产生的削弱效应。

在此逻辑下可以看出,国资监管职能转变对试点央企高管薪酬业绩敏感性产生的积极影响应在代理成本更高的公司中更为明显。为了对此进行检验,考虑到管理费用中含有董事会会费、咨询费等公司日常运营过程中的正常开支,这些管理费用下明细项目的发生与否和数量增减并不直接代表管理层存在的机会主义行为,部分固定资产、无形资产的折旧摊销等,也可能导致管理费用包含较多的“噪音”。加之总资产周转率能够较为直接地体现管理层的努力程度和管理效率,较低的资产周转率反映了管理层低效率使用公司资产引致的代理成本(罗进辉,2012)^[55]。因此,参考已有研究,本文采用总资产周转率衡量企业的第一类代理成本。并按照其年度中位数,将样本按照代理问题严重程度分为高低两组分别进行回归。从表13的结果中可以看出,国资监管职能转变对央企控股上市公司薪酬业绩敏感性的影响在资产周转率更低,即代理问题更为严重的样本组中更加明显。这一结果从代理路径上证明了国资监管职能转变效果的作用机制,也为本文的理论分析提供了进一步的经验证据。

表 13 代理问题影响下的分组回归结果

变量	(1)总资产周转率较高 Pay	(2)总资产周转率较低 Pay
<i>Post × ROA</i>	0.908(1.41)	1.943*** (2.99)
<i>Post</i>	0.018(0.35)	0.007(0.13)
<i>ROA</i>	0.546*** (2.59)	0.255(1.07)
<i>Size</i>	0.201*** (7.50)	0.293*** (11.57)
<i>Lev</i>	-0.061(-0.57)	-0.858*** (-7.50)
<i>Balan</i>	0.001(0.56)	0.004*** (2.83)
<i>Board</i>	0.008(0.76)	-0.001(-0.09)
<i>Indep</i>	0.281(1.06)	-0.313(-0.96)
<i>Growth</i>	-0.097*** (-4.86)	-0.016(-0.76)
<i>Dual</i>	-0.028(-0.68)	-0.085(-1.54)
<i>Constant</i>	9.485*** (15.93)	7.917*** (13.90)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES
观测值	1212	1217
R ²	0.406	0.389

资料来源:作者整理

2. 薪酬管制的影响

在国有企业改革过程中,虽然薪酬制度经历了不断的调整改革,但国有企业经理人市场仍然在一定程度上受到管制(陈冬华等,2005^[7];刘小玄,2001^[15])。高管薪酬应是其人力资本和管理者才能的回报,而管制则与透明化、市场化的薪酬约束机制相反,一方面在管制严重企业中其薪酬受到限制不能体现管理者的努力程度,弱化了激励(Kaplan,2008^[56];李文贵等,2017^[57]);另一方面薪酬管制通过强化晋升激励增加了国有企业社会成本,对其冗员负担等反而产生了推动效应。国资监管职能转变能够对国有企业高管薪酬业绩敏感性产生作用的一个重要前提在于国有企业高管薪酬能够有向市场化转变的可能。鉴于我国第三次“限薪令”政策也于2014年发布,这一方式属于严格的行政型治理方式。因此,这一阶段试点央企“管资本”经济型治理转型的效果必然会受到政府控制下薪酬管制强度这一行政型治理手段的影响。基于行政型治理相较于经济型治理有更直接的影响效应和更大程度的强制性,本文认为,在薪酬管制较为严格的企业中,国资监管职能影响下的薪酬契约机制的转变会更加困难。即薪酬管制更强的企业中,监管职能转变后的薪酬契约趋

于经济型治理形式的表现会相对较弱。

借鉴已有研究,本文将前三名高管薪酬的均值与公司员工薪酬均值的比值用来衡量公司的薪酬管制强度,该比值越小,说明薪酬管制强度越强。本文按照这一指标的年度中位数,将样本分为薪酬管制较高与较低两组,然后进行分组回归。从表 14 的结果中可以看出,国资监管职能转变对央企高管薪酬业绩敏感性的影响仅在受到薪酬管制较弱的样本组显著。这一结果也证明,国资监管职能转变要实现对公司治理机制提升的积极效应,还需要其他相应的政策措施加以配合,在强薪酬管制下单纯地强调职能转变并不能最大程度地发挥改革释放潜力所带来的效应。

表 14 薪酬管制影响下的分组回归结果

变量	(1) 管制较强 Pay	(2) 管制较弱 Pay
<i>Post</i> × <i>ROA</i>	0.634(0.37)	1.282*** (3.01)
<i>Post</i>	0.009(0.13)	-0.022(-0.57)
<i>ROA</i>	0.281(1.58)	0.519**(2.34)
<i>Size</i>	0.236*** (9.24)	0.164*** (8.97)
<i>Lev</i>	-0.436*** (-4.52)	-0.088(-0.92)
<i>Balan</i>	0.002(1.18)	0.001(1.10)
<i>Board</i>	0.003(0.30)	0.022**(2.29)
<i>Indep</i>	0.062(0.21)	0.152(0.66)
<i>Growth</i>	-0.047*** (-2.83)	-0.023(-1.14)
<i>Dual</i>	-0.181*** (-4.04)	0.018(0.49)
<i>Constant</i>	8.642*** (15.20)	10.416*** (25.89)
年份/行业/公司固定效应	YES	YES
观测值	1176	1253
R ²	0.414	0.465

资料来源:作者整理

六、研究结论与启示

高管薪酬契约有效性一直是国有企业改革过程中备受关注的议题。本文以 2014 年以来逐步改组组建国有资本投资运营公司的试点改革作为准自然实验,检验新一轮国资国企改革措施对央企上市公司薪酬治理机制产生的影响及其作用机制。研究发现,国资监管职能向“以管资本为主”转变显著改善了试点央企高管的薪酬契约有效性。且与政府干预强度相对应的,发现所处金字塔层级相对较短及股权集中度较高,即受到实际控制人直接干预更为严重的央企上市公司在国资监管职能转变后,其薪酬业绩敏感性提升更加明显。进一步地,在政策性负担更大、代理问题更严重、薪酬管制更弱的央企上市公司中,高管薪酬契约受到国资监管职能转变的影响也更加突出。本文的结论整体上证实了十八届三中全会以来新一轮国资国企改革措施在促进央企治理机制完善、推动市场化改革中的积极作用,也有助于深化对于国资监管职能向以“管资本”为主转变的过程中,以央企为代表的第一批试点国有企业治理机制的完善效应及改革效果的认识和理解。

本文研究主要有以下理论及政策启示:第一,理论上,本文针对国资监管职能向以“管资本”为主转变如何影响国有企业薪酬契约机制进行考察,为新一轮国资国企改革的实践效果提供了经验证据,亦从政策性负担与企业内部治理的微观机制路线探究了其中的作用机理。第二,本文

研究发现国资监管职能转变对完善薪酬激励机制的推动作用主要通过降低政策性负担与减少管理者因“内部人控制”导致的代理成本实现,但同时也发现二者间效应主要集中在股权集中度更高及金字塔层级更短的上市公司中,其主要是由于这类公司受到的干预更加严重、更加直接。这意味着下一步要提高国资国企改革效率、推动改革进程,一方面需要以这类公司为重点目标;另一方面监管职能改革也需要与金字塔组织结构构建、股权机制建设等多种治理机制相结合,以实现更好的改革效果。第三,作为约束国有企业高管超额薪酬的方式之一,薪酬管制一直以来是资管当局实施干预国有企业治理的一种方式。本文研究发现,国资监管职能的薪酬机制治理效应仅在薪酬管制较弱的公司显著存在,这意味着,在接下来的国资国企改革中还需进一步协调历史管制政策与当前推动市场化改革方案的协调统一,在整体政策层面实现目标统一,真正发挥监管职能变革的积极效应。

参考文献

- [1] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure [J]. Journal of Finance, 1976, 3, (4): 5 - 50.
- [2] Jensen, M. C., and K. J. Murphy. Performance Pay and Top-Management Incentives [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98, (2): 225 - 264.
- [3] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵 [J]. 北京: 经济研究, 2010, (11): 73 - 87.
- [4] 代彬, 刘星, 郝颖. 高管权力、薪酬契约与国有企业改革——来自国有上市公司的实证研究 [J]. 西安: 当代经济科学, 2011, (4): 90 - 98, 127.
- [5] 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]. 北京: 中国工业经济, 2010, (11): 130 - 139.
- [6] 黄贤环, 王瑶. 国有企业限薪抑制了全要素生产率的提升吗 [J]. 上海财经大学学报, 2020, (1): 34 - 50.
- [7] 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]. 北京: 经济研究, 2005, (2): 92 - 101.
- [8] 王曾, 符国群, 黄丹阳, 汪剑锋. 国有企业 CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究 [J]. 北京: 管理世界, 2014, (5): 157 - 171.
- [9] 徐细雄, 刘星. 放权改革、薪酬管制与企业高管腐败 [J]. 北京: 管理世界, 2013, (3): 119 - 132.
- [10] 卢锐. 企业创新投资与高管薪酬业绩敏感性 [J]. 北京: 会计研究, 2014, (10): 36 - 42, 96.
- [11] 王东京. 国有企业改革攻坚的路径选择与操作思路 [J]. 北京: 管理世界, 2019, (2): 1 - 6.
- [12] Firth, M., P. Fung, and O. Rui. Corporate Performance and CEO Compensation in China [J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 12, (4): 693 - 714.
- [13] 徐玉德, 张昉. 国有企业高管薪酬管制效率分析——一个基于信息租金的分析框架 [J]. 北京: 会计研究, 2018, (5): 44 - 51.
- [14] 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]. 北京: 管理世界, 2007, (9): 76 - 84, 128.
- [15] 刘小玄. 企业边界的重新确定: 分立式的产权重组——大中型国有企业的一种改制模式 [J]. 北京: 经济研究, 2001, (4): 3 - 13, 94.
- [16] Xin, K. R., and J. L. Pearce. Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support [J]. The Academy of Management Journal, 1996, 39, (6): 1641 - 1658.
- [17] 吴文锋, 吴冲锋, 刘晓晔. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值 [J]. 北京: 经济研究, 2008, (7): 130 - 141.
- [18] Xin, Q., A. Bao, and F. Hu. West Meets East: Understanding Managerial Incentives in Chinese SOEs [J]. China Journal of Accounting Research, 2019, (2): 177 - 189.
- [19] 鄢伟波, 邓晓兰. 管制还是市场化? ——国有企业高管运气薪酬的成因与改革下一步 [J]. 北京: 经济社会体制比较, 2019, (1): 30 - 40.
- [20] 蔡地, 万迪旸. 政府干预、管理层权力与国有企业高管薪酬 - 业绩敏感性 [J]. 成都: 软科学, 2011, (9): 94 - 98.
- [21] 林毅夫, 刘明兴, 章奇. 政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究 [J]. 北京: 管理世界, 2004, (8): 81 - 89, 127 - 156.
- [22] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国有企业高管薪酬激励 [J]. 北京: 管理世界, 2018, (5): 137 - 149.
- [23] 耿云江, 张雨洁, 孙莹. 国有企业混改、高管持股与企业绩效——基于中国上市公司的经验检验 [J]. 大连: 会计与控制评论, 2020, (1): 139 - 154.

- [24] 刘纪鹏,刘彪,胡历芳. 中国国企改革:困惑、误区与创新模式[J]. 北京:管理世界,2020,(1):60-68,234.
- [25] 李炳堃. 国企改革与混合所有制——基于委托代理理论视角[J]. 太原:经济问题,2017,(12):60-64.
- [26] 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]. 北京:经济研究,2009,(11):68-81.
- [27] 陈胜蓝,卢锐. 股权分置改革、盈余管理与高管薪酬业绩敏感性[J]. 北京:金融研究,2012,(10):180-192.
- [28] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 北京:管理世界,2017,(3):95-112.
- [29] 吴联生. 国有股权、税收优惠与公司税负[J]. 北京:经济研究,2009,(10):109-120.
- [30] 曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 北京:经济研究,2006,(5):74-86.
- [31] 白俊,连立帅. 国有企业过度投资潮因:政府干预抑或管理层自利? [J]. 北京:会计研究,2014,(2):41-48,95.
- [32] Bai, C. E., J. Lu, and Z. Tao. The Multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China[J]. *American Economic Review*, 2006, 96, (2):353-357.
- [33] Jian, J., H. Li, L. Meng, et al. Do Policy Burdens Induce Excessive Managerial Perks? Evidence from China's Stated-owned Enterprises[J]. *Economic Modelling*, 2020, (90):54-65.
- [34] 魏明海,蔡贵龙,柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究[J]. 广州:中山大学学报(社会科学版),2017,(4):175-192.
- [35] 廖冠民,沈红波. 国有企业的政策性负担:动因、后果及治理[J]. 北京:中国工业经济,2014,(6):96-108.
- [36] 马忠,张冰石,夏子航. 以管资本为导向的国有资本授权经营体系优化研究[J]. 长春:经济纵横,2017,(5):20-25.
- [37] 柳学信. 国有资本的公司化运营及其监管体系催生[J]. 重庆:改革,2015,(2):23-33.
- [38] 平新乔. 对于做强做优做大国有资本的若干认识[J]. 北京:经济科学,2018,(1):15-20.
- [39] Shleifer, A., and R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52, (2):737-783.
- [40] Lin, K. J., X. Lu., J. Zhang et al. State-owned Enterprises in China: A Review of 40 Years of Research and Practice[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2020, 13, (1):31-55.
- [41] Morck, R., D. Wolfenzon, and B. Yeung. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth[J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43, (3):655-720.
- [42] Young, M. N., M. W. Peng, D. Ahlstrom, et al. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective[J]. *Journal of Management Studies*, 2008, 45, (1):196-220.
- [43] Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. The Emergence of Corporate Pyramids in China[R]. The Chinese University of Hong Kong, Working Paper, 2005.
- [44] Jiang, G., C. Lee, and H. Yue. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98, (1):1-20.
- [45] 刘纪鹏,黄习文. 组建国有资本运营公司——国企改革突破口[J]. 北京:首都经济贸易大学学报,2014,(1):41-44.
- [46] Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 2013, 29, (6):1217-1252.
- [47] 苏坤. 国有金字塔层级对公司风险承担的影响——基于政府控制级别差异的分析[J]. 北京:中国工业经济,2016,(6):127-143.
- [48] Opie, W., G. G. Tian, and H. F. Zhang. Corporate Pyramids, Geographical Distance, and Investment Efficiency of Chinese State-owned Enterprises[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2019, 99, (2):95-120.
- [49] 刘行,李小荣. 政府分权与企业舞弊:国有上市公司的经验证据[J]. 北京:会计研究,2016,(4):34-41,95.
- [50] Zhang, M., M. Lijun, B. Zhang, et al. Pyramidal Structure, Political Intervention and Firms' Tax Burden: Evidence from China's Local SOEs[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 36, (1):15-25.
- [51] 周静,辛清泉. 金字塔层级降低了国有企业的政治成本吗? ——基于经理激励视角的研究[J]. 上海:财经研究,2017,(1):29-40.
- [52] 江轩宇. 政府放权与国有企业创新——基于地方国有企业金字塔结构视角的研究[J]. 北京:管理世界,2016,(9):120-135.
- [53] 张敏,马黎璐,张雯. 企业慈善捐赠的政企纽带效应——基于我国上市公司的经验证据[J]. 北京:管理世界,2013,(7):163-171.
- [54] 方政,徐向艺,陆淑婧. 上市公司高管显性激励治理效应研究——基于“双向治理”研究视角的经验证据[J]. 天津:南开管理评论,2017,(2):122-132.
- [55] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 北京:金融研究,2012,(10):153-166.
- [56] Kaplan, S. N. Are US CEOs Overpaid? [J]. *Academy of Management Perspectives*, 2008, 22, (2):5-20.
- [57] 李文贵,余明桂,钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. 北京:管理世界,2017,(8):123-135,153.

Transformation of State-owned Assets Supervision Function and Executive Compensation Performance Sensitivity in Central Enterprises

BU Jun, SUN Guang-guo

(School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian, Liaoning, 116025, China)

Abstract: The transformation of the supervision function of state-owned assets from managing enterprises to managing capital is a major measure in the reform of state-owned assets and enterprises. In this context, the specific means of reform is to reorganize and set up state-owned capital investment and operation companies (also known as “two types of companies”), and to classify the matters that should be operated and decided by enterprises according to law into enterprises. According to the reform guidelines, the state-owned assets supervision institutions shall, in accordance with law, perform the functions of investor to state-owned capital investment and operation companies and other enterprises under direct supervision, and authorize the state-owned capital investment and operation companies to perform the functions of investor to state-owned enterprises within the scope of authorization. The three-level supervision system of “State-owned Assets Supervision and Administration Commission - State-owned Capital Investment and Operation Company - State-owned Enterprise” will be formed through reorganization and establishment of state-owned capital investment and operation company. By establishing the dominant position of state-owned enterprises in the market, it is helpful to solve the problem of no distinction between government and enterprises, between government and capital. On the one hand, by reducing the political intervention faced by state-owned enterprises and reducing the policy burden borne by enterprises, the reform will put the state-owned listed companies back into the competition of the market participants, and provide a good competitive environment for the management's efforts and compensation to be more closely combined; On the other hand, the State owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC), which performs the function of capital contribution, is separated from the listed companies by the state-owned capital investment and operation companies. The SASAC focuses on examining the operation ability of the investment and operation companies in maintaining and increasing the value of state-owned capital. It will also reduce the internal agency cost by improving the corporate governance structure and establishing a modern enterprise system aiming at maximizing the enterprise value, So as to create a good governance environment for linking executive pay to performance. Therefore, in theory, the reform of the state-owned assets supervision system in the context of “managing capital” should help the state-owned enterprises to smooth out the relationship between the managers' labor efforts, labor achievements and labor returns, which is reflected in the improvement of the sensitivity between compensation and performance.

Since 2014, the SASAC has gradually established state-owned capital investment and operation companies through restructuring to implement the pilot reform of “focusing on capital management” for central enterprises. Based on this quasi-natural experiment, this study examines the economic consequences of the transformation of state-owned assets supervision functions from the perspective of executive compensation contracts. Using the data of listed companies of Shanghai and Shenzhen A-share central enterprises from 2010 to 2018. The results show that; the pilot SOEs affected by the transformation of state-owned assets supervision functions have higher executive compensation performance sensitivity, and it is more obvious in the companies with higher ownership concentration and shorter pyramid hierarchy. This conclusion is still reliable after a series of robustness tests. Further examination shows that for those pilot SOEs with greater policy burden, more serious agency problems and less compensation regulation, the improvement effect of their compensation performance sensitivity is more significant after the transformation of state-owned assets supervision function. The above conclusions not only provide empirical evidence for the effectiveness of the new round of SOE reform from the perspective of the executive compensation contract, but also provide a new feasible path for further promoting the improvement and perfection of the executive compensation system in SOEs.

Key Words: the transformation of state-owned assets supervision function; capital management; state-owned capital investment and operation company; compensation performance sensitivity

JEL Classification: D21, G38, P31

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.06.008

(责任编辑:张任之)