

企业历史亏损会影响高管薪酬水平吗?

刘红霞 孙雅男

(中央财经大学会计学院,北京 100081)



内容提要: 本文以我国 A 股上市公司 2009—2017 年的数据为样本,研究了企业历史亏损对高管薪酬水平的影响。研究发现:具有历史亏损“包袱”的企业高管超额薪酬支付程度更高。这是因为,一方面,历史亏损企业的分红约束会引发大股东的掏空行为,进而大股东会利用薪酬设计来赎买高管助力掏空;另一方面,分红约束加大了代理冲突,使股东更加关注业绩及其资本利得,导致高管更愿意选择盈余管理方式改变企业绩效水平,来满足股东投资回报要求,同时,也迎合了大股东的超额薪酬契约设计。进一步分组研究发现:在第一大股东持股比例低、股权制衡程度高的情况下,历史亏损企业的掏空行为更多;在高管持股比例低,高管业务素养程度低的情况下盈余管理更多。本文从历史亏损企业分红约束的视角揭示高管超额薪酬现象,验证了历史亏损企业大股东掏空及高管盈余管理存在的条件,可为历史亏损企业股权结构设计以及完善高管激励机制提供经验证据。

关键词: 历史亏损 分红约束 超额薪酬 掏空 盈余管理

中图分类号: F272 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2019)12—0105—18

一、引言

历史亏损是指当期或以前年度已经实现利润扭亏为盈,但利润仍不能弥补以前年度亏损,在资产负债表上体现为大额负向未分配利润余额(刘红霞和李卓松,2018)^[1]。很多企业都存在历史亏损问题,据国泰安(CSMAR)数据库统计发现,A股市场2009—2017年^①间未分配利润为负的上市公司平均每年约320家。其中,当年利润为正的占59.41%,连续两年为正的占33.84%,连续三年为正的占21.98%。在此情况下,补亏成为企业经营决策的重要内容。而现实存在的问题是:公司面临的补亏压力逐渐加大,但补亏政策却愈加严苛,由早期允许资本公积金补亏变为现在禁止资本公积金补亏^②。

企业亏损的原因是复杂的,国内政策和体制背景影响了企业历史亏损的形成。本文所要研究的历史亏损企业区别于僵尸企业,也有别于扭亏为盈的企业。历史亏损企业是盈利的,只是因为留有遗留的负向未分配利润“包袱”,容易让人忽略其潜在的发展能力。可以将历史亏损企业看做是一种被历史亏损“包袱”限制正常发展能力的一种盈利企业。

“无盈利不分配”是各国公司法关于股利分配的基本原则,当企业存在历史亏损时,即便有正

收稿日期:2019-01-08

作者简介:刘红霞,女,教授,博士,研究领域是风险管理、公司治理、公司财务,电子邮箱:cdamy@163.com;孙雅男,女,博士研究生,研究领域是公司治理、财务管理,电子邮箱:zcsunyanan@163.com。通讯作者:孙雅男。

① 本文的样本观测点实际上始于2007年,但是因为解释变量的定义存在两期滞后项,因此,本文表述为始于2009年。

② 我国关于公司补亏政策经历了三个发展阶段:1993—2005年间,《公司法》明确规定,资本公积金为合法补亏途径;2006—2011年间,受“郑百文事件”影响,《公司法》明确禁止利用资本公积金弥补亏损;2012年后,证监会出台监管要求,重申资本公积金补亏禁令。经过十余年的政策博弈,我国已经彻底阻断了资本公积金补亏途径(刘红霞等,2017)^[2]。

常的经营造血功能,也因无法消化负向未分配利润“包袱”而使股东不能以股利收益方式分享企业经营成果,即存在“分红约束”。此外,股东分红约束致使企业公开股权融资受到监管限制,制约了企业持续发展能力,影响了资源优化配置水平。由此可见,分红约束不但降低了股东财富,也造成了企业的融资约束(刘红霞等,2018)^[3],关注历史亏损企业分红约束及其影响,对促进我国经济实体转型升级、提升竞争能力具有重要的研究意义。

既然历史亏损企业分红约束将导致股东财富受到损害,在此情形下,高管薪酬水平会有怎样的反应呢?据国泰安(CSMAR)数据库统计显示,2009—2017年间,历史亏损企业(不分红)高管超额薪酬^①均值、最小值、最大值分别为0.031、-0.107、0.613,而非历史亏损企业(分红)分别为-0.014、-0.181、0.565。可见,相较非历史亏损企业(分红),存在历史亏损的企业高管超额薪酬程度更高。现实情况耐人寻味,因为从理论上讲,分红约束会引发代理冲突,从而导致高管薪酬水平降低,这是委托代理契约关系的必然结果。基于杨熠和沈艺峰(2004)^[4]、廖理和方芳(2005)^[5]等的研究结论,在公司激励机制相对完善、薪酬激励水平市场化的情况下,未弥补亏损更容易成为股东降低高管薪酬的讨价还价条件。那么,历史亏损企业的股东分红约束与企业高管超额薪酬并存现象,是否意味着大股东和高管之间可能存在一定程度的默契关系呢?循此思路,本文首先基于2009—2017年我国A股上市公司数据,实证检验了企业历史亏损与高管超额薪酬的关系,研究发现,相比非历史亏损企业,历史亏损企业高管超额薪酬支付程度更高。随后,本文分别采用PSM和Heckman两阶段检验方法解决内生性问题,上述结论依然成立。在此基础上,本文又针对历史亏损企业存在的分红约束与高管超额薪酬并存现象做了进一步机制检验,研究证明,大股东掏空和高管盈余管理是历史亏损企业影响超额薪酬的两个重要因素:一方面,分红约束导致股东财富降低,出于维护自身利益,大股东有动机实施掏空行为,对高管层薪酬超额支付是大股东谋取控制权私利的路径;另一方面,分红约束使得高管愿意选择盈余管理方式来改变企业绩效水平,既粉饰了股东掏空带来的业绩下降,同时,也迎合了大股东的超额薪酬契约设计。上述研究结果也验证了历史亏损企业大股东与高管之间的“默契”关系,即大股东希望高管通过盈余管理提高业绩来隐瞒其掏空行为,也愿意以提升高管薪酬水平为代价来建立与高管的合作关系;高管出于自身利益追求,也会选择与大股东合作。最后,本文进行了一系列稳健性检验,包括扩大样本,重新定义历史亏损企业、改变被解释变量的衡量方式。稳健性检验证明,上述研究结论基本保持不变。

本文可能的贡献主要体现在以下几方面:(1)丰富了企业历史亏损相关问题的文献。虽然刘红霞等(2018)^[3]提出企业历史亏损可能会引致高管薪酬约束,但并未进行实证检验。本文证明了企业历史亏损会带来更高高管超额薪酬,对已有文献起到补充和拓展作用,有助于全面理解企业历史亏损对公司治理相关问题的影响。(2)尝试从分红约束视角揭示高管超额薪酬存在的影响机制。通过验证历史亏损企业存在大股东掏空以及高管盈余管理问题,佐证了李文洲等(2014)^[6]的研究结论,即超额薪酬是大股东与高管动态博弈的均衡结果,该研究结论可为历史亏损企业薪酬设计提供理论参考依据。(3)验证了历史亏损企业大股东掏空及高管盈余管理存在的条件。使用第一大股东持股比例和股权制衡程度对股东掏空机制做进一步分组探究,采用了高管持股比例和高管业务素质程度对盈余管理机制进一步分组讨论,研究结论可为历史亏损企业股权结构设计以及完善高管激励机制提供经验证据。

① 超额薪酬指标计算方法:前三高管薪酬/总资产 $\times 100$,再减去年度行业均值,该指标用来反映高管超额薪酬支付水平。历史亏损企业定义和后文研究设计中解释变量的定义一致,即“如果企业当年的未分配利润为负,且连续三年的净利润为正,则定义为是历史亏损企业”。如果定义以连续两年的净利润为正为标准,则历史亏损企业的高管超额薪酬均值是0.033,非历史亏损企业(分红)均值是-0.009;如果定义以当年利润为正为标准,则历史亏损企业的高管超额薪酬均值是0.030,非历史亏损企业(分红)均值是-0.009,结果都是一致的。

二、理论分析与研究假设

在“无盈利不分配”的股利分配制度背景下,分红约束降低了历史亏损企业的股东财富(刘红霞等,2018)^[3]。股东财富由股利收入(直接)和资本利得收入(间接)两部分构成,分红约束会同时影响这两者。一方面,无股利分配使股东财富直接受到影响。按照我国《公司法》利润分配的相关规定,若企业存在历史亏损,将导致股东不能分享公司经营成果,直接损害了股东财富收入。另一方面,负面的信号传递会引致股东财富降低。根据信号传递理论,在不完全市场,企业分红可缓解股东与高管之间的信息不对称,向市场传递公司未来的收益前景(Bhattacharya,1979)^[7]。公司发放股利表明公司经营绩效良好,具有盈余持续性,进而可以吸引更多投资者进行投资,并且伴随着较好的市场反应,股利成为高管向投资者传递信号的一个重要途径。只有当公司财务状况恶化并且管理者没有其他选择时,企业才会考虑削减股利(Aharony和Swary,1980)^[8]。当企业负向未分配利润额较大时,无股利分红政策容易在资本市场传递不良信号,对股价产生负向影响,使股东因此丧失了股价上涨的资本利得收入,从而造成股东财富减少。

分红约束降低了股东财富的实现程度,继而可能引发股东掏空动机。从主观层面分析,历史亏损企业虽然盈利,但股东既不能获取股利来分享经营收益,市场表现欠佳又使其不能借助股价变化来获得差价收入,出于逐利目的,股东有动机选择其他方式为自己谋取利益。从客观层面上看,分红约束意味着股东控制权和现金流权的分离,这为股东实施掏空行为提供了可能。因此,历史亏损企业大股东可能会选择掏空方式来弥补分红约束带来的损失。虽然大股东对企业拥有一定所有权,但是由于两权分离,企业经营管理活动的实施者是高管。大股东在损害中小股东权益、谋取私利时,需要与高管进行合谋(Burkart等,2003)^[9]。高管薪酬契约是解决股东—高管代理问题的产物,股东和管理者存在利益和目标的差异,薪酬契约是缓和差异的关键。大股东掏空使得股东和企业利益出现了严重分歧,也与高管薪酬契约签订的初衷产生了背离。为实现掏空目的,大股东可能会对高管薪酬契约进行重新设计,一方面,提升高管薪酬,削弱薪酬业绩敏感性,减轻高管因掏空损害业绩而丧失的薪酬利得;另一方面,用隐性契约替代显性契约,给予高管更多在职消费,以隐性收入方式分享合谋收益。黄再胜(2014)^[10]认为,我国大股东掏空更有可能借助薪酬激励手段“合法”侵占上市公司资源。Bebchuk和Fried(2003)^[11]指出,借助信息不对称,大股东总能设计出最优激励合同,使得高管在签约以后的行为能够实现自身利益最大化。

历史亏损企业存在分红约束,高管会面临来自股东和市场的更多压力。国内外大量证据表明,良好的激励机制体现为高管薪酬与企业绩效的有效联结(Tse,2011)^[12]。通过将高管薪酬与公司绩效挂钩,可调动高管经营积极性,促进股东和高管利益趋于一致(杜兴强和王丽华,2007)^[13]。Jensen和Meckling(1976)^[14]认为,股东与高管之间的代理关系是一种契约关系,高管作为代理人接受股东委托,从事经营活动并取得相应报酬。理论上讲,股东分红可以有效约束代理人行为,解决公司股东与高管之间的代理冲突(Easterbrook,1984)^[15]。Caskey和Hanlon(2013)^[16]以被SEC指控财务报告欺诈公司为样本,研究发现,发放现金股利可以避免因高管操纵而产生的财务报告虚假盈利。历史亏损企业由于分红约束,股东不能享受利益分配,股东的需求得不到满足,代理冲突无法缓解,这会给高管带来离职压力。同时,根据信号传递理论,分红约束也会向市场传递不良信号,投资者会对高管能力产生质疑,高管又会面对来自市场评估的压力。

来自股东和市场的双重压力,使得历史亏损企业的高管往往想要通过盈余操纵来改变绩效水平,藉此增加自身的报酬水平。袁知柱等(2014)^[17]研究发现,当高管薪酬与公司绩效挂钩时,可能会诱发高管通过盈余操纵来改变企业绩效水平。分红约束加重企业代理冲突,高管可能产生盈余管理的动机。但是,历史亏损企业高管想要通过盈余管理来提高业绩的计划,可能受到股东掏空行

为的阻碍。当大股东无法取得正常的股利收入时,便会基于股权优势和信息优势将掏空动机付诸实施;当大股东掏空严重损害企业业绩时,以业绩来确定高管薪酬的制定标准是不公平的,高管也会针对这种不公平采取相应的行动。因此,薪酬激励机制是一把双刃剑,当公司业绩变成了一个有噪声的产出时,高管激励很难再客观反映高管的努力程度与决策水平(Wang和Xiao,2011)^[18],这就需要对高管薪酬契约进行重新设计。如,Healy(1985)^[19]从高管迎合视角讨论得出结论,高管会通过操控性应计手段来改变企业收益水平,从而迎合大股东设计的薪酬契约。沿续Healy(1985)^[19]的思路,李文洲等(2014)^[6]认为,由于代理关系带来的信息不对称,高管进行盈余管理,一方面能够规避因业绩不佳而引发的声誉受损或被迫离职的风险,另一方面,也能迎合大股东掩盖掏空痕迹的需求。正如肖迪(2010)^[20]的研究发现,当大股东掏空上市公司的时候,为了避免对公司业绩产生负向影响,上市公司往往进行向上的盈余管理来掩饰这种行为。总之,历史亏损企业高管进行盈余管理的原动力源于两方面:一是面临压力出于自保想要提高业绩;二是因为大股东期望获取稳定的分红收益,当公司经营利润不足以支付大股东期望的目标股利时,高管会有盈余操控动机来满足股东要求(Kasanen等,1996)^[21]。特别是有财务问题的企业高管,通常会实施应计盈余管理和真实盈余管理来改善其现状(蔡春等,2012)^[22]。

历史亏损企业存在高管超额薪酬是大股东与高管动态博弈的均衡结果(李文洲等,2014)^[6]。在大股东掏空降低公司业绩的前提下,高管往往会以大股东掏空为卸责理由为自己辩护,降低薪酬对业绩的敏感性,维持甚至提高自己的薪酬水平(孙园园等,2017)^[23]。当大股东为了自身利益进行掏空时,该行为便背离了最初签订薪酬契约的目标,大股东也会认可高管的卸责理由,提供高管超额薪酬进行补偿,同时,为掏空创造便利条件(张敏等,2012)^[24]。如,汪昌云和孙艳梅(2010)^[25]指出,大股东会借助激励手段来影响高管行为,从而助力其掏空行为,扭曲上市公司的信息披露。

综上所述,企业存在历史亏损,导致股东不能分配股利。从股东角度看,利益驱动会引发大股东掏空动机,股东掏空行为会损害企业的业绩。从高管角度看,分红约束使股东和投资者更加关注企业业绩,这导致高管更愿意选择盈余管理方式来维护业绩,满足股东和投资者投资回报要求。股东和管理者基于私利,一方进行掏空,一方进行盈余管理,如此对业绩造成了不同的影响。但也正是如此,促成了双方基于各自私利达成一致。为创造便利的掏空环境,大股东更愿意以超额薪酬方式对高管进行赎买,降低来自高管的阻力,甚至利用盈余管理来掩盖自己的掏空行为。同时,为了避免业绩下降随之带来的各种处罚和监管,管理者也愿意和股东合谋进行盈余管理来改变企业绩效水平,但是,为了弥补盈余管理的成本和风险以及应对股东掏空的后果,管理者会要求股东提供超额薪酬。双方合谋达成的落脚点就是高管薪酬的重新设计。因此,本文提出研究假设:

H:相比非历史亏损企业,历史亏损企业高管超额薪酬支付程度更高。

三、研究设计与描述统计

为了检验前述理论假设H,本文构建了如下基本回归模型(1):

$$Excesspay = \beta_0 + \beta_1 \times Hisloss + \beta_i \times Controls + \varepsilon \quad (1)$$

被解释变量为高管超额薪酬(*Excesspay*)。关于高管超额薪酬的计算,目前主要有两种方式:一是参照同行业的标准来计算超额部分;二是建立一个高管货币薪酬的决定模型,用残差衡量超额部分。本文借鉴罗宏等(2016)^[26]、方军雄(2012)^[27]的相关研究,以薪酬最高三位高管的总薪酬和总资产的比例为基础,采用行业调整法对高管超额薪酬进行度量^①。

① 高管超额薪酬的另一种定义方式在稳健性检验中使用。

解释变量为历史亏损(*Hisloss*)。本文将其设定为虚拟变量,如果企业当年未分配利润为负,且连续三年净利润为正,则定义为是历史亏损企业^①;若当年未分配利润为正,且净利润为正,则定义为非历史亏损企业^②。历史亏损企业样本均不分红,但是非历史亏损样本包含分红和不分红两个部分,鉴于本文研究的逻辑起点是分红约束,为了保证研究从理论到实证的一致性,因此,本文具体的度量标准为:当企业为历史亏损企业(不分红)时, $Hisloss = 1$;当企业为非历史亏损企业(分红)时^③, $Hisloss = 0$ 。

本文借鉴李文洲等(2014)^[6]、赵国宇(2017)^[28]、冯根福等(2011)^[29]等的研究成果,在模型的控制变量(*Controls*)中加入公司治理有关指标,包括企业性质(*State*)、两职合一(*Duality*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、董事会规模(*Board*)、高管持股比例(*Ehold*);加入公司财务指标,包括企业规模(*Size*)、流动比率(*Current*)、速动比率(*Quick*)、资产负债率(*Lev*)、无形资产比例(*Ia*)、资产收益率(*ROA*)、收入增长率(*Growth*)和每股自由现金(*FCF*),涵盖了企业的偿债能力、增长能力、盈利能力等方面。需要特别指出的是,企业大股东在进行掏空的过程中,可能会以提高在职消费方式对高管进行赎买,如,陈冬华等(2005)^[30]研究表明,薪酬管制可能导致高管更倾向于在职消费,造成公司账面上体现的薪酬仅是高管实际薪酬的一部分,因此,加入了高管在职消费(*Peak*)控制变量。综合借鉴廖歆欣和刘运国(2016)^[31]的设计思路,用“支付的其他与经营活动有关的现金总额”和总资产的比来衡量在职消费。本文还设置行业、年度和地区虚拟变量,用来控制历史亏损对高管超额薪酬的影响。其中,行业虚拟变量参考中国证监会2012行业分类标准,除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准,共有45个虚拟变量;年度虚拟变量设定当年为1,否则为0,共有八个虚拟变量;地区虚拟变量将我国(大陆)划分为东部、中部和西部三个地区,共有2个虚拟变量^④。其他主要变量的定义如表1所示。

表1 主要变量定义说明

变量	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>Excesspay</i>	高管超额薪酬	薪酬最高三位高管薪酬/总资产×100 ^⑤ ,再减去年度行业均值
解释变量	<i>Hisloss</i>	历史亏损企业	虚拟变量:历史亏损企业为1,非历史亏损企业为0
控制变量	<i>Size</i>	企业规模	总资产的自然对数
	<i>Duality</i>	两职合一	虚拟变量:董事长和CEO是同一人为1,否则为0
	<i>State</i>	企业性质	虚拟变量:国有(控股)企业为1,否则为0
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东所持有的股数和公司总股本数的比例
	<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
	<i>Ehold</i>	高管持股比例	高管所持的股数和公司总股本数的比例

① 本文所研究的历史亏损企业强调的是有持续盈利能力、但背负历史亏损“包袱”的企业,因此,未分配利润为负、非连续三年净利润为正的企业被视为不具有持续盈利能力,予以排除。

② 本文用于与历史亏损企业对照的非历史亏损企业,是没有背负亏损“包袱”的正常盈利企业,因此,未分配利润为正,且当年利润为负的企业样本也予以排除。

③ 本文将在稳健性检验中扩大样本,定义 $Hisloss = 0$ 为非历史亏损企业(包括分红和不分红企业样本)。

④ 地区虚拟变量以1986年全国人大六届四次会议对地区划分标准为基础,后经1997年、2000年修改,最终将我国划分为东部、中部和西部三个地区。西部地区包括四川、重庆、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙古;中部地区包括山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南;东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南。

⑤ 借鉴了罗宏等(2016)^[26]的方法,本文将高管超额薪酬乘以100,理由是高管薪酬在进行资产化处理,取值会变得很小,而解释变量是虚拟变量,取值[0,1]。为了在不影响回归统计显著性的前提下,适当提高系数的大小,避免出现小数点后过多位数取0的情况,本文选择对解释变量进行倍数处理。

续表 1

变量	变量符号	变量名称	变量定义
控制变量	<i>Peak</i>	高管在职消费	支付的其他与经营活动有关的现金总额与总资产的比例
	<i>Current</i>	流动比率	流动资产和流动负债的比例
	<i>Quick</i>	速动比率	速动资产和流动负债的比例
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债和总资产的比例
	<i>Ia</i>	无形资产比例	无形资产和总资产的比例
	<i>ROA</i>	总资产报酬率	净利润和总资产的比例
	<i>Growth</i>	收入增长率	(当期收入 - 上期收入)/上期收入
	<i>FCF</i>	每股自由现金	$[(\text{净利润} + \text{所得税费用} + \text{财务费用}) \times \text{净利润} / (\text{净利润} + \text{所得税费用}) + \text{固定资产折旧} + \text{油气资产折耗} + \text{生产性生物资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销} - \text{筹资活动产生的现金流量净额} - (\text{流动资产合计} - \text{流动负债合计}) \text{本期变动额}] / \text{总股本}$

资料来源:本文整理

本文研究对象为 2009—2017 年我国沪深 A 股上市公司,样本筛选标准如下:(1)由于金融行业的商业模式以及报表结构、监管制度等都与其他行业存在显著区别,根据 2012 年证监会的行业分类标准,剔除金融业企业样本;(2)剔除研究变量数据缺失的样本。在对连续变量进行首尾各 1% 水平的 Winsorize 缩尾之后,得到 2727 个公司的 15120 个观测值。样本数量分布情况如表 2 所示。其中,历史亏损企业(不分红)样本 550 个,非历史亏损企业分为两类企业,分红企业样本数量为 12013 个,不分红企业样本数量为 2557 个。

表 2 样本分布

年度	历史亏损企业(不分红)	非历史亏损企业(分红)	非历史亏损企业(不分红)	合计
2009	77	684	287	1048
2010	69	738	315	1122
2011	76	945	332	1353
2012	77	1384	236	1697
2013	66	1573	232	1871
2014	51	1571	283	1905
2015	49	1538	318	1905
2016	40	1736	289	2065
2017	45	1844	265	2154
合计	550	12013	2557	15120

资料来源:国泰安数据库,本文整理

包括历史亏损企业(不分红)样本和非历史亏损企业(分红)样本的描述性统计结果如表 3 所示。超额薪酬(*Excesspay*)的平均值为 -0.012,中位数为 -0.026,表明 A 股上市公司整体上并未呈现高管超额薪酬的现象。

表 3 主要变量描述性统计结果

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Excesspay</i>	12563	-0.012	0.063	-0.181	-0.026	0.613
<i>Hisloss</i>	12563	0.044	0.205	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	12563	22.236	1.265	18.284	22.071	26.094
<i>Duality</i>	12563	0.238	0.426	0.000	0.000	1.000
<i>State</i>	12563	0.416	0.493	0.000	0.000	1.000
<i>Top1</i>	12563	35.637	15.037	8.135	33.720	75.843
<i>Board</i>	12563	2.156	0.196	1.609	2.197	2.708
<i>Ehold</i>	12563	0.060	0.130	0.000	0.000	0.642
<i>Peak</i>	12563	0.061	0.060	0.003	0.044	0.489
<i>Current</i>	12563	2.410	2.569	0.092	1.649	34.609
<i>Quick</i>	12563	1.880	2.358	0.059	1.169	33.842
<i>Lev</i>	12563	0.428	0.205	0.026	0.423	2.205
<i>Ia</i>	12563	0.046	0.051	0.000	0.034	0.382
<i>ROA</i>	12563	0.051	0.040	0.000	0.042	0.254
<i>Growth</i>	12563	0.234	0.551	-0.797	0.134	7.781
<i>FCF</i>	12563	-0.208	1.066	-5.735	-0.068	3.052

资料来源:国泰安数据库,本文整理

基于分红约束进行分组样本的差异统计, *Hisloss* = 1 即历史亏损企业(不分红), *Hisloss* = 0 为非历史亏损企业(分红)。两组样本相关变量的描述性统计结果和单变量差异检验结果如表 4 所示。

表 4 分样本比较

变量	均值检验			中位数检验		
	历史亏损企业(1)	非历史亏损企业(0)	(1)-(0) 显著性(T)	历史亏损企业(1)	非历史亏损企业(0)	(1)-(0) 显著性(Z)
<i>Excesspay</i>	0.031	-0.014	0.045***	-0.009	-0.027	0.018***
<i>Size</i>	21.127	22.287	-1.159***	21.029	22.114	-1.085***
<i>Duality</i>	0.207	0.239	-0.032*	0.000	0.000	0.000*
<i>State</i>	0.493	0.413	0.080***	0.000	0.000	0.000***
<i>Top1</i>	29.667	35.911	-6.244***	25.990	34.051	-8.061***
<i>Board</i>	2.113	2.158	-0.045***	2.197	2.197	0.000***
<i>Ehold</i>	0.002	0.063	-0.061***	0.000	0.000	0.000***
<i>Peak</i>	0.084	0.060	0.024***	0.063	0.044	0.019***
<i>Current</i>	1.805	2.437	-0.632***	1.209	1.667	-0.458***
<i>Quick</i>	1.348	1.904	-0.557***	0.788	1.187	-0.399***
<i>Lev</i>	0.551	0.422	0.129***	0.554	0.418	0.136***
<i>Ia</i>	0.055	0.046	0.009***	0.036	0.034	0.002
<i>ROA</i>	0.034	0.052	-0.018***	0.022	0.043	-0.021***
<i>Growth</i>	0.343	0.229	0.113***	0.103	0.135	-0.032***
<i>FCF</i>	-0.084	-0.213	0.129***	-0.007	-0.074	0.067***

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著

资料来源:国泰安数据库,本文整理

检验数据显示,历史亏损企业的高管超额薪酬(*Excesspay*) 在 1% 水平上显著高于非历史亏损企业。这初步支持了本文的假设,即相比非历史亏损企业,历史亏损企业高管超额薪酬支付程度更高。

从控制变量描述性统计结果看,历史亏损企业的 *Current*、*Quick* 都在 1% 水平上显著低于非历

史亏损企业, *Lev* 在 1% 水平上显著高于非历史亏损企业。这是因为历史亏损企业不具备分配股利条件且公开发行证券受限^①, 加大了企业对债务融资的依赖程度, 形成较低的短期偿债能力以及较高资产负债率水平。 *Ia*、*Growth*、*FCF* 都在 1% 水平上显著高于非历史亏损企业, 这些指标均说明, 历史亏损企业具有一定的发展潜力。历史亏损企业的 *State* 在 1% 水平上显著高于非历史亏损企业, 可能历史亏损的形成存在政策因素, 国有企业更可能发生历史亏损。历史亏损企业的 *Top1*、*Board*、*Ehold* 都在 1% 水平上显著低于非历史亏损企业, 数据显示, 历史亏损企业公司治理水平弱于非历史亏损企业。最后, 历史亏损企业的高管在职消费水平 (*Peak*) 也显著高于非历史亏损企业, 这可以为本文的假设提供一个侧面的证据支持, 即历史亏损企业的高管存在一个高于正常水平的利益所得。

四、实证结果分析

1. 企业历史亏损和高管超额薪酬之间关系的回归检验结果

企业历史亏损和高管超额薪酬之间关系的回归检验结果如表 5 所示。为了保证结果的稳健性, 本文借鉴了马云飙和石贝贝 (2019)^[32]、卢洪友等 (2019)^[33] 以及付强等 (2019)^[34] 的研究, 在表 5 第 (1) 列, 只进行了被解释变量与解释变量的回归, *Hisloss* 的估计系数为 0.045, 在 1% 水平上显著; 在此基础上, 在表 5 第 (2) 列加入了公司特征、公司治理等控制变量进行回归, *Hisloss* 的估计系数为 0.016, 在 1% 水平上显著; 最后, 在表 5 第 (3) 列控制行业、年度、地区固定效应, *Hisloss* 的估计系数为 0.014, 在 1% 水平上显著。虽然历史亏损 (*Hisloss*) 的回归系数有所下降, 但显著性仍保持在 1% 的水平。以上回归结果说明, 历史亏损企业高管超额薪酬支付程度高, 符合本文的预期, 验证了本文的假设 H。

表 5 企业历史亏损与高管超额薪酬回归检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>
<i>Hisloss</i>	0.045*** (9.32)	0.016*** (4.40)	0.014*** (3.98)
<i>Size</i>		-0.025*** (-35.53)	-0.032*** (-41.14)
<i>Duality</i>		0.005*** (3.42)	0.006*** (4.32)
<i>State</i>		0.000 (0.28)	-0.000 (-0.09)
<i>Top1</i>		0.000 (0.91)	-0.000*** (-4.53)
<i>Board</i>		0.006** (2.44)	0.009*** (3.67)
<i>Ehold</i>		-0.022*** (-4.32)	-0.019*** (-4.12)
<i>Peak</i>		-0.011 (-1.04)	0.039*** (3.53)

① 根据中国证监会《上市公司证券发行管理办法》和《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》等监管政策, 对上市公司再融资设定了连续三年现金股利必须高于可供分配利润 30% 的门槛。

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>
<i>Current</i>		0.005 ^{***} (4.26)	-0.000 (-0.15)
<i>Quick</i>		-0.002 [*] (-1.83)	0.003 ^{**} (2.21)
<i>Lev</i>		0.030 ^{***} (4.54)	0.020 ^{***} (2.76)
<i>Ia</i>		-0.008 (-0.81)	-0.022 ^{**} (-2.34)
<i>ROA</i>		0.173 ^{***} (7.75)	0.236 ^{***} (10.54)
<i>Growth</i>		-0.003 ^{**} (-2.24)	-0.002 (-1.59)
<i>FCF</i>		0.001 ^{***} (3.84)	0.000 (0.50)
截距项	-0.014 ^{***} (-25.61)	0.512 ^{***} (35.65)	0.626 ^{***} (41.80)
年度固定效应	<i>NO</i>	<i>NO</i>	<i>YES</i>
行业固定效应	<i>NO</i>	<i>NO</i>	<i>YES</i>
地区固定效应	<i>NO</i>	<i>NO</i>	<i>YES</i>
观测值	12563	12563	12563
R ²	0.0213	0.279	0.389
调整 R ²	0.0212	0.278	0.385

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著；括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源：本文整理

2. 内生性问题的处理

通过表 2 样本分布可以看出,历史亏损企业所占样本比例过少,仅占全样本数量的 4.4%,因此,为了规避可能存在的内生性问题对研究结论的影响,本文采用倾向性匹配方法(PSM)对样本进行处理。本文用所有控制变量作为配对变量,采用最近邻 1:1 配对方法为 550 个历史亏损企业样本在非历史亏损样本中进行配对,配对之后剩余样本为 1100 个。经验证,配对结果满足共同支撑假设和平衡假设。PSM 回归检验结果如表 6 第(1)~第(4)列所示。表 6 中第(1)列显示了 PSM 配对前配对变量对历史亏损虚拟变量(*Hisloss*)的 Logit 回归结果,第(2)列显示了 PSM 配对后配对变量对历史亏损虚拟变量(*Hisloss*)的 Logit 回归结果,结果发现,配对前几乎所有的配对变量都呈现显著结果,而配对后仅企业规模变量和资产负债率变量显著,其余变量都不再显著,表明 PSM 配对是有效的。表 6 的第(3)列和第(4)列是 PSM 配对之后的回归结果,可以发现,不管是否控制年度、行业、地区固定效应,解释变量的估计系数都为正,且均在 5% 水平上显著。以上结果说明,本文在控制了公司特征等方面的样本差异之后,研究结论依然成立。

表 6 内生性问题:PSM 和 Heckman 两阶段

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Hisloss</i>	<i>Hisloss</i>	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>	<i>Hisloss</i>	<i>Excesspay</i>
<i>Hisloss</i>			0.009** (2.09)	0.009** (2.45)		0.010*** (2.93)
<i>Hisloss_ind</i>					5.806*** (4.02)	
<i>Size</i>	-1.597*** (-18.12)	-0.288*** (-3.64)	-0.044*** (-14.19)	-0.054*** (-16.66)	-1.587*** (-18.05)	-0.048*** (-7.21)
<i>Duality</i>	0.076 (0.59)	0.173 (1.06)	0.025*** (3.35)	0.022*** (3.07)	0.072 (0.56)	0.008*** (5.28)
<i>State</i>	0.258** (2.22)	-0.056 (-0.37)	-0.009** (-2.00)	-0.004 (-1.03)	0.255** (2.18)	0.003** (2.09)
<i>Top1</i>	-0.031*** (-7.02)	-0.003 (-0.60)	-0.000 (-0.93)	-0.000 (-0.76)	-0.031*** (-6.95)	-0.000*** (-3.57)
<i>Board</i>	-1.235*** (-4.40)	-0.081 (-0.23)	0.036*** (3.27)	0.028** (2.53)	-1.213*** (-4.33)	-0.006 (-1.11)
<i>Ehold</i>	-43.078*** (-3.45)	-5.475 (-0.79)	-0.032 (-0.17)	0.143 (0.73)	-43.230*** (-3.56)	-0.528*** (-2.86)
<i>Peak</i>	3.141*** (4.30)	0.232 (0.26)	0.028 (0.78)	0.089** (2.47)	3.196*** (4.36)	0.074*** (4.42)
<i>Current</i>	-0.317* (-1.92)	-0.025 (-0.14)	0.008 (1.63)	0.014** (2.31)	-0.328* (-1.96)	-0.004** (-2.22)
<i>Quick</i>	0.436** (2.47)	0.102 (0.54)	-0.002 (-0.28)	-0.008 (-1.24)	0.440** (2.46)	0.009*** (3.63)
<i>Lev</i>	5.718*** (11.90)	1.704*** (4.33)	0.026 (1.17)	0.028 (1.25)	5.630*** (11.64)	0.075*** (2.97)
<i>Ia</i>	3.206*** (3.73)	1.484 (1.37)	-0.050 (-1.19)	-0.058 (-1.59)	3.135*** (3.57)	0.010 (0.60)
<i>ROA</i>	-14.425*** (-6.39)	-0.557 (-0.28)	0.391*** (3.88)	0.490*** (4.94)	-14.729*** (-6.39)	0.062 (1.01)
<i>Growth</i>	0.389*** (4.52)	0.058 (0.76)	0.002 (0.51)	0.003 (0.95)	0.398*** (4.66)	0.002 (1.06)
<i>FCF</i>	0.051 (1.06)	0.018 (0.24)	0.001 (0.47)	-0.001 (-0.44)	0.062 (1.29)	0.001 (1.22)
<i>IMR</i>						0.012*** (2.78)
截距项	33.450*** (18.24)	5.296*** (3.01)	0.837*** (12.60)	1.003*** (14.51)	28.202*** (12.88)	0.973*** (7.09)
年度固定效应	YES	YES	NO	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	NO	YES	YES	YES
地区固定效应	YES	YES	NO	YES	YES	YES
观测值	12045	1098	1100	1100	12045	12045
R ²			0.397	0.522		0.396
调整 R ²	0.409	0.049	0.388	0.493	0.413	0.393

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著;括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源:国泰安数据库,本文整理

考虑到历史亏损企业可能存在的样本自选择问题,本文借鉴周楷唐等(2017)^[35]的思路,使用 Heckman 两阶段估计法进行处理。使用 1 减去企业所在行业历史亏损企业比例(*Hisloss_ind*)作为该企业是否为历史亏损企业(*Hisloss*)的工具变量。相关结果如表 6 中第(5)列和第(6)列所示。表 6 的第(5)列显示了第一阶段工具变量对解释变量的回归结果,结果显示 *Hisloss_ind* 系数显著为正,这说明行业历史亏损企业的比例确实会影响本企业变成历史亏损企业的可能性。表 6 的第(6)列显示了 Heckman 估计第二阶段的结果,发现第一阶段回归计算出的 Inverse Mills Ratio(*IMR*)系数为 0.012,在 1% 水平上显著,说明之前的分析确实存在内生性问题;解释变量(*Hisloss*)的系数为 0.01,在 1% 水平上显著,说明在控制了内生性问题之后,历史亏损与高管超额薪酬之间的正向关系依旧成立。

3. 企业历史亏损和高管超额薪酬之间关系机制检验一: 股东掏空

如前所述,历史亏损企业股东面临分红约束,为了维护自身利益,大股东可能会以掏空方式来换取私人财富。为掩盖掏空对企业价值的减损,大股东希望高管通过盈余管理方式提高业绩以隐瞒其掏空行为,故而也愿意以提高高管薪酬水平为代价建立与高管的同盟关系(Zhang 等, 2014)^[36]。在我国,管理者一般由大股东选定和任免,两者之间的相互监督相对较弱,容易结成共同的利益联盟(缪毅和胡奕明, 2014)^[37]。历史亏损企业对高管支付薪酬超额,既是大股东掏空的路径,也是其谋取控制权私利的重要手段。

相比国外,我国上市公司的股权相对集中,并且投资者法律保护较弱,使得大股东谋取私利的行为更加突出。事实上,大股东拥有控制权并不必然导致掏空行为。随着大股东拥有的控制权比例增加,在企业中的利益比重也在提升,承担的公司价值损失的占比也增大,其掏空行为将会减少(吴红军和吴世农, 2009)^[38]。赵国宇(2017)^[28]研究认为,当大股东控股程度较低且对高管控制力度不够时,才有动机掏空。Jiang 等(2010)^[39]认为,当企业股权较为分散时,大股东为创造有利于其掏空的环境才有可能对高管进行赎买,包括向高管提供额外薪酬等。可见,大股东的掏空行为是在特定环境下实施的。在我国这样一个股权集中的市场环境下,独立董事制度以及外部接管市场不再是有效的投资者保护机制,取而代之的是大股东之间的相互制衡(俞红海和徐龙炳, 2011)^[40]。

本文使用第一大股东持股比例和股权制衡程度对股东掏空机制作进一步探究。借鉴 Jiang 等(2010)^[39]研究,本文使用其他应收款余额与总资产之比衡量大股东掏空(*Tun*)。将第一大股东持股比例大于等于 50% 的样本企业定义为持股高组,而持股比例小于 50% 的定义为持股低组;将第一大股东和第二大股东持股比例的比值作为股权制衡程度的替代变量,以年度行业均值为标准,小于等于均值表示股权制衡程度较高,大于均值表示股权制衡程度较低。

股东掏空机制的验证结果如表 7 所示。表 7 中第(1)列显示了历史亏损对股东掏空的回归结果,发现 *Hisloss* 的系数为 0.005,且在 1% 水平上显著,说明历史亏损带来了更高的股东掏空,证明了本文的第一个作用机制。表 7 的第(2)列和第(3)列显示了第一大股东的控制权结果:在持股比例高的样本组,*Hisloss* 的系数为 -0.004 且在 10% 水平上显著;在股持股比例低的样本组,*Hisloss* 的系数为 0.006,在 1% 水平上显著。表 7 的第(4)列和第(5)列显示了股权制衡分组结果:在股权制衡程度高的样本组,*Hisloss* 的系数为 0.007,且在 1% 水平上显著;在股权制衡程度低的样本组,没有显著结果。以上结果显示,对于历史亏损企业,第一大股东持股比例高、股权制衡比较低的企业掏空水平相对较低,相比之下更不会通过股东掏空对高管超额薪酬进行设计。这说明,对于历史亏损企业而言,第一大股东的绝对持股比例越高,责任越大,对潜在风险和损失的承担越多,越不会利用掏空这种短视行为来谋取私利。

表 7 历史亏损与超额薪酬作用机制一:股东掏空

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	第一大股东 持股比例高	第一大股东 持股比例低	股权制衡 程度高	股权制衡 程度低
	<i>Tun</i>	<i>Tun</i>	<i>Tun</i>	<i>Tun</i>	<i>Tun</i>
<i>Hisloss</i>	0.005 ^{***} (4.03)	-0.004 [*] (-1.67)	0.006 ^{***} (4.13)	0.007 ^{***} (3.99)	0.000 (0.08)
截距项	0.015 ^{**} (2.49)	-0.012 (-1.35)	0.019 ^{***} (2.63)	0.010 (1.35)	0.029 ^{***} (3.02)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
年度固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
地区固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	12563	2385	10178	9021	3541
R ²	0.176	0.219	0.177	0.177	0.210
调整 R ²	0.171	0.197	0.171	0.170	0.194

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著;括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源:国泰安数据库,本文整理

4. 企业历史亏损和高管超额薪酬之间关系机制检验二:盈余管理

盈余管理是历史亏损企业股东与高管实现利益趋同的重要手段。首先,盈余管理是历史亏损企业高管的占优策略。大量学术研究已经证明,高管货币薪酬与盈余管理呈正相关关系(Watts 和 Zimmerman,1986^[41];Bergstresser 和 Phillippon,2006^[42];李延喜等,2007^[43];权小锋等,2010^[44]),而由于分红约束,历史亏损企业高管为了避免因业绩下降而被处罚的风险也会进行盈余管理迎合股东的合谋需求(Healy,1985^[19];李文洲等,2014^[6];袁知柱等,2014^[17])。其次,大股东掏空的理性选择是通过高管盈余管理手段来粉饰业绩。股东掏空旨在谋求控制权私利,但转移私利必然会对公司发展造成影响。因此,大股东有动机和理由要求高管利用盈余管理隐瞒其掏空行为以及遭受损害的真实业绩(佟岩和王化成,2007)^[45],如此才能在尽量不惊动其他投资者的情况下,顺利转移自己的私利。Liu 和 Lu(2007)^[46]研究表明,大股东会借助盈余管理操纵企业业绩,对公司进行掏空。进一步研究发现,持有股份的 CEO 拥有股东与管理者的双重身份,更有助于其进行企业的重大决策(代彬等,2016)^[47]。王克敏和王志超(2007)^[48]发现,高管控制权越高,盈余管理程度越低。若上市公司高管持股较低,其抑制盈余操纵的动机较弱,则更易引发盈余管理水平提高(陈宋生和赖娇,2013)^[49]。鉴于此,本文使用高管持股比例对盈余管理机制做进一步分组讨论。

此外,高管业务素质程度也会对企业盈余管理水平产生极大的影响。一方面,学术经历会赋予高管较高的道德标准和社会责任意识,提高其自律性,并逐渐成为一种内在的自我约束机制(Cho 等,2015)^[50]。学术经历也会帮助高管基于现实环境,综合运用专业知识进行更加客观的决策判断,尤其在面临风险的时候更加谨慎(Jiang 和 Murphy,2007)^[51]。另一方面,经济工作经历使高管有一定的社会网络关系,具备一定的“资源”(Güner,2008^[52];Byrd 和 Mizruchi,2005^[53]),也使这些高管具有一定的声誉(邓建平和曾勇,2011)^[54],为了维护自身地位,有经济工作经历的高管往往会更加谨慎。比如,Xie 等(2003)^[55]发现,当审计委员会成员有财务背景时,公司的操控性应计

盈余更少,财报质量更高。特别是历史亏损企业的特殊性质,可能会激发这类高管对风险的敏感性,进而发挥其对盈余管理行为的有效监督和治理(DeFond等,2005^[56];Krishnan和Visvanathan,2008^[57])。鉴于此,本文将以高管业务素养程度为基础,对盈余管理机制做进一步分组讨论。

本文采用Jones模型进行分年度分行业回归计算操纵性应计(DA),作为企业盈余管理水平的代理变量,来衡量代理冲突。本文选用高管持股水平进行分组研究,将高管持股比例大于等于年度行业均值的定义为高管持股高组,小于年度行业均值的为高管持股低组。此外,本文使用CEO学术背景和金融背景作为高管业务素养程度的替代变量进行分析。借鉴周楷唐等(2017)^[35]的方法,采用国泰安相关数据,将企业CEO有在高校、科研机构、协会从事研究经历的定义为有学术背景,没有此类从业经历的定义为无学术背景;借鉴邓建平和陈爱华(2017)^[58]的方法,采用国泰安相关数据,将企业CEO有在监管部门、银行、保险、基金、期货、证券、信托、交易所等机构工作经历的定义为有金融背景,没有此类从业经历的定义为无金融背景。

盈余管理机制的验证结果如表8所示。表8第(1)列的回归结果显示,Hisloss的系数为0.009,且在5%的水平上显著,说明历史亏损企业的盈余管理水平高于非历史亏损企业,验证了本文的第二个作用机制。表8的第(2)列和第(3)列显示了高管持股比例的回归结果,在高管持股比例高的样本组,Hisloss的系数为-0.039且在5%水平上显著;在高管持股比例低的样本组,Hisloss的系数为0.011,在1%水平上显著。表8的第(4)列~第(7)列显示了高管个人特质的分组结果,在CEO有学术背景的样本组,Hisloss的系数不显著;在CEO无学术背景的样本组,Hisloss的系数为0.011,在5%水平上显著;在CEO有金融背景的样本组,Hisloss的系数不显著;在CEO无金融背景的样本组,Hisloss的系数为0.010,在5%水平上显著。以上结果显示,对于历史亏损企业,高管持股比例高,拥有学术背景、金融背景高管的企业盈余管理水平相对较低,相比之下,更不会通过盈余管理来获得超额薪酬。这说明,对于历史亏损企业而言,高管持股水平以及业务素养程度能够对盈余管理起到一定程度的监督治理作用。

表8 历史亏损与超额薪酬作用机制二:盈余管理

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	全样本	高管持股比例高	高管持股比例低	CEO有学术背景	CEO无学术背景	CEO有金融背景	CEO无金融背景
	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA
Hisloss	0.009** (2.33)	-0.039** (-2.17)	0.011*** (2.62)	-0.000 (-0.04)	0.011** (2.49)	0.015 (1.10)	0.010** (2.32)
截距项	-0.071*** (-4.42)	-0.108** (-2.41)	-0.046** (-2.42)	-0.040 (-1.08)	-0.065*** (-3.27)	-0.101* (-1.79)	-0.058*** (-3.16)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
地区固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	11273	2411	8862	2392	8881	896	10377
R ²	0.251	0.243	0.262	0.268	0.254	0.267	0.256
调整R ²	0.248	0.226	0.258	0.251	0.249	0.220	0.252

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著;括号内为异方差稳健的t值

资料来源:国泰安数据库,本文整理

5. 稳健性检验

(1)改变样本。首先,改变非历史亏损企业的样本。由于本文的研究逻辑是基于分红约束,因此,基本模型分析将解释变量 $Hisloss$ 定义为,历史亏损企业(不分红)为 1,非历史亏损企业(分红)为 0,非历史亏损企业(不分红)的样本没有纳入模型研究样本范围。为了保证非历史亏损企业样本的完整性,本文重新定义 $Hisloss$ 变量,设历史亏损企业(不分红)为 $Hisloss = 1$,非历史亏损企业(分红和不分红)为 $Hisloss = 0$ 。

其次,改变历史亏损企业的样本。主分析中将未分配利润为负,且连续三年净利润为正的企业,定义为历史亏损企业,该定义虽然突出了历史亏损企业的特征,但是由于定义严格使得样本数量变少。因此,在稳健性检验中,本文将历史亏损企业重新定义为未分配利润为负,当年净利润为正的企业。

(2)改变被解释变量的衡量方式。首先,改变关于超额薪酬的计算方式。本文借鉴 Core 等(1999)^[59]、吴联生等(2010)^[60]的方法,采用如下的高管薪酬决定模型(2),对薪酬决定模型进行分年度分行业回归,得到的残差即为高管超额薪酬。经过检验发现,该模型的可决系数 R^2 为 0.43,拟合效果比较好。其中, PAY 的定义沿袭主分析的定义,为前三高管薪酬/总资产 $\times 100$,其余变量的定义均和前述研究一致。

$$PAY_i = \beta_0 + \beta_1 \times Size_i + \beta_2 \times Lev_i + \beta_3 \times ROA_i + \beta_4 \times ROA_{i-1} + \beta_5 \times State_i + \beta_6 \times Ehold_i + \beta_7 \times Duality_i + \beta_8 \times Board_i + \varepsilon \quad (2)$$

其次,直接使用高管薪酬作为被解释变量,不再采用超额的方法。

表 9 列示了两种稳健性检验的回归结果,发现解释变量($Hisloss$)均在一定水平上显著,这说明不管是改变样本定义,还是改变被解释变量的衡量方式,都不会影响本文的分析结果。

表 9 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	改变样本		改变被解释变量	
	改变非历史亏损企业定义	改变历史亏损企业定义	改变超额薪酬计算方式	使用高管薪酬
	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>	<i>Excesspay</i>
<i>Hisloss</i>	0.016 *** (4.62)	0.004 * (1.75)	0.008 *** (2.61)	0.014 *** (4.05)
截距项	0.623 *** (46.47)	0.700 *** (52.66)	0.569 *** (43.83)	0.697 *** (46.31)
控制变量	YES	YES	YES	YES
年度固定效应	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES
地区固定效应	YES	YES	YES	YES
观测值	15120	16437	12561	12563
R^2	0.384	0.400	0.249	0.450
调整 R^2	0.382	0.398	0.244	0.446

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著;括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源:国泰安数据库,本文整理

五、结论与讨论

1. 研究结论

本文以 A 股上市公司 2009—2017 年的数据为研究样本,探讨了企业历史亏损对高管超额薪酬

的影响。研究发现:(1)历史亏损企业存在股东分红约束与高管超额薪酬并存现象,相比非历史亏损企业,具有历史亏损“包袱”的企业高管超额薪酬支付程度更高。(2)大股东掏空和高管盈余管理是影响超额薪酬的两个重要因素。历史亏损企业的股东掏空程度显著高于非历史亏损企业,表明股东由于分红约束造成财富受损,会选择激进的方式侵占公司资源,并以提高高管薪酬水平为代价来对高管进行赎买;历史亏损企业的盈余管理水平显著高于非历史亏损企业,表明分红约束放大了历史亏损企业的代理冲突,使得高管愿意选择盈余管理方式来改变企业绩效水平。(3)通过提高第一大股东持股比例、降低第一大股东与第二大股东的股权制衡程度等手段,可在一定程度上对历史亏损企业的大股东掏空行为产生抑制作用;通过增加高管持股比例、提升高管业务素养,可对历史亏损企业盈余管理程度产生抑制作用。

2. 研究结论的现实意义

基于上述研究结论,本文的现实意义主要体现在以下几个方面:第一,政策助力与企业转型升级并举,释放历史亏损企业“包袱”。分红约束是历史亏损企业的重要特征,是大股东掏空以及高管盈余管理主要影响因素。要解决分红约束问题,必须消除历史亏损企业的负向未分配利润“包袱”。虽然历史亏损企业具有一定的发展潜力,但由于历史亏损“包袱”形成原因较为复杂,有企业自身经营不善等内部因素形成的亏损,也有国企改革等外部因素造成的亏损(叶檀,2006)^[61],因此,企业在短期内消除历史“包袱”具有一定难度,这就需要政府在宏观政策层面上给予适度扶持,如通过专项基金、税收优惠、政府补贴等方式,助力企业消化亏损、转型升级。当然,历史亏损企业也应学会借势发展,把释放历史亏损“包袱”与高质量转型发展战略紧密结合,通过优化运营模式,提高企业核心竞争力。第二,大股东掏空行为降低了公司价值并影响了上市公司发展(吴红军和吴世农,2009)^[38],因此,应完善股权结构设计,抑制大股东掏空行为。建议适度提高历史亏损企业第一大股东持股比例,统筹安排第一大股东与其他股东的股权结构,促使大股东基于私人收益与成本权衡而减少掏空行为。第三,应健全高管激励机制,强化高管忠实义务。企业应建立完善的高管薪酬激励机制,从制度层面抑制高管的盈余管理动机,以创新活力带动企业持续发展。历史亏损企业高管超额薪酬问题的解决,还要从以下几方面入手:一是设计有效的高管股权激励机制。通过降低代理成本,使高管与股东利益趋于一致,减少盈余管理行为,增加股东财富,提高内部控制的有效性(Jensen和Meckling,1976^[14];Henry等,2011^[62];逯东等,2014^[63])。二是提升高管的业务素养水平。建立学习机制,提升高管在经济、金融、财务等方面的知识水平,提高其风险管理以及综合决策能力。三是强化高管的忠实义务。历史亏损企业股东不能分红的现实,也拷问了高管的代理责任与忠实义务。通过制度强化高管的忠实义务,在转型升级战略引导下,通过持续增强创新能力,提高企业自身价值。

3. 研究局限与未来展望

本文依然存在一定局限:一是企业历史亏损形成原因复杂,有企业自身因素,也有外部政策因素,本文未能将不同成因的历史亏损企业进行分类,进而分析不同历史亏损企业的自我发展能力,以及市场投资者对不同类型的企业的识别能力。在未来的研究中,可以尝试追溯到企业大额负向未分配利润产生的年度,根据当年政策和企业年报相关披露信息,剖析其产生的原因,对历史亏损企业加以分类讨论,可能会得到更深入的研究发现。二是在本文的主分析中,历史亏损企业仅占全样本的4.4%,而在稳健性检验中,由于扩大样本,使得这一比例再次下降,小样本意味着研究的特殊化,在一定程度上限制了研究意义。在未来的研究中,可以尝试将不同国家的历史亏损企业样本纳入研究范围,进一步提升研究的学术价值。

参考文献

[1]刘红霞,李卓松.企业转型进程的“历史包袱”与相关约束效应研究[J].重庆:改革,2018,(1):139-148.

- [2]刘红霞,幸丽霞,田学浩.上市公司补亏政策变化及其经济后果研究——基于资本公积金补亏禁令的视角[J].北京:财政研究,2017,(12):89-98.
- [3]刘红霞,孙雅男,幸丽霞.历史亏损影响股东财富实现吗?——基于分红约束的研究视角[J].北京:会计研究,2018,(10):73-79.
- [4]杨熠,沈艺峰.现金股利:传递盈利信号还是起监督治理作用[J].北京:中国会计评论,2004,(1):61-76.
- [5]廖理,方芳.股利政策代理理论的实证检验[J].天津:南开管理评论,2005,(5):57-64.
- [6]李文洲,冉茂盛,黄俊.大股东掏空视角下的薪酬激励与盈余管理[J].哈尔滨:管理科学,2014,(6):27-39.
- [7]Bhattacharya,S. Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy[J]. Bell Journal of Economics, 1979, 10, (1):259-270.
- [8]Aharony, J., and I. Swary. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders’ Returns: An Empirical Analysis [J]. The Journal of Finance, 1980, 35, (1):1-12.
- [9]Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer. Family Firms[J]. The Journal of Finance, 2003, 58, (5):2167-2202.
- [10]黄再胜.控股股东所有权结构、产权性质与高管薪酬决定的掏空效应[J].武汉:湖北经济学院学报,2014,(6):60-67.
- [11]Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. Journal of Economic Perspective, 2003, 17, (3):71-92.
- [12]Tse, T. Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis[J]. Qualitative Research in Financial Markets, 2011, 3, (1):51-63.
- [13]杜兴强,王丽华.高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J].北京:会计研究,2007,(1):58-65.
- [14]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3, (4):305-360.
- [15]Easterbrook, F. Two Agency Cost Explanations of Dividends[J]. American Economic Review, 1984, 74, (4):650-659.
- [16]Caskey, J., and M. Hanlon. Dividend Policy at Firms Accused of Accounting Fraud[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30, (2):818-850.
- [17]袁知柱,郝文瀚,王泽燊.高管激励对企业应计与真实盈余管理行为影响的实证研究[J].北京:管理评论,2014,(10):181-196.
- [18]Wang, K., and X. Xiao. Controlling Shareholders’ Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2011, 30, (1):89-100.
- [19]Healy, P. M. The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7, (4):85-107.
- [20]肖迪.资金转移、关联交易与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据[J].北京:经济管理,2010,(4):118-128.
- [21]Kasanen, E., J. Kinnunen, and J. Niskanen. Dividend-Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland[J]. Journal of Accounting and Economics, 1996, 22, (1-3):283-312.
- [22]蔡春,朱荣,和辉,谢柳芳.盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善——来自A股特别处理公司的经验证据[J].北京:会计研究,2012,(9):31-39.
- [23]孙园园,梁相,史燕丽.大股东掏空、高管权力与高管薪酬——基于薪酬辩护理论视角的分析[J].大连:财经问题研究,2017,(6):86-92.
- [24]张敏,刘颀,张雯.关联贷款与商业银行的薪酬契约——基于我国商业银行的经验证据[J].北京:金融研究,2012,(5):108-122.
- [25]汪昌云,孙艳梅.代理冲突、公司治理和上市公司财务欺诈的研究[J].北京:管理世界,2010,(7):130-143.
- [26]罗宏,曾永良,宛玲羽.薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J].天津:南开管理评论,2016,(2):19-31.
- [27]方军雄.高管超额薪酬与公司治理决策[J].北京:管理世界,2012,(11):144-155.
- [28]赵国宇.大股东控股、报酬契约与合谋掏空——来自民营上市公司的经验证据[J].上海:外国经济与管理,2017,(7):105-117.
- [29]冯根福,冯祥英,刘志勇.我国上市公司CEO薪酬存在租金攫取吗?[J].北京:经济管理,2011,(1):29-37.
- [30]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
- [31]廖歆欣,刘运国.企业避税、信息不对称与高管在职消费[J].天津:南开管理评论,2016,(2):87-99.
- [32]马云飙,石贝贝.CEO不担任董事是好的董事会结构吗?[J].北京:经济管理,2019,(6):38-56.
- [33]卢洪友,邓谭琴,余锦亮.财政补贴能促进企业的“绿化”吗?——基于中国重污染上市公司的研究[J].北京:经济管理,2019,(4):5-22.

- [34]付强,扈文秀,康华. 股权激励能提高上市公司信息透明度吗? ——基于未来盈余反应系数的分析[J]. 北京: 经济管理, 2019, (3): 174 – 192.
- [35]周楷唐,麻志明,吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 北京: 经济研究, 2017, (7): 169 – 183.
- [36]Zhang, M., S. H. Gao, and X. J. Guan. Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence from China[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2014, 22, (6): 440 – 459.
- [37]缪毅,胡奕明. 薪酬谈判中的经理议价能力研究——基于管理者权力视角的实证检验[J]. 北京: 经济管理, 2014, (2): 55 – 64.
- [38]吴红军,吴世农. 股权制衡、大股东掏空与企业价值[J]. 北京: 经济管理, 2009, (3): 44 – 52.
- [39]Jiang, G. H., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling through Inter Corporate Loans: The China Experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98, (1): 1 – 20.
- [40]俞红海,徐龙炳. 股权集中下的控股股东侵占与公司治理综述[J]. 北京: 经济管理, 2011, (10): 127 – 134.
- [41]Watts, R., and J. Zimmerman. *Positive Accounting Theory*[M]. Englewood Cliff: Prentice Hall, 1986.
- [42]Bergstresser, D., and T. Phillippon. CEO Incentives and Earnings Management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80 (3): 511 – 529.
- [43]李延喜,包世泽,高锐等. 薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J]. 天津: 南开管理评论, 2007, (6): 55 – 61.
- [44]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.
- [45]佟岩,王化成. 关联交易、控制权收益与盈余质量[J]. 北京: 会计研究, 2007, (4): 75 – 82.
- [46]Liu, Q., and Z. Lu. Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13, (5): 881 – 906.
- [47]代彬,彭程,刘星. 高管控制权、审计监督与激进避税行为[J]. 北京: 经济管理, 2016, (3): 67 – 79.
- [48]王克敏,王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2007, (7): 111 – 119.
- [49]陈宋生,赖娇. ERP 系统、股权结构与盈余质量关系[J]. 北京: 会计研究, 2013, (5): 59 – 66.
- [50]Cho, C. H., J. H. Jung, B. Kwak, J. Lee, and C. Y. Yoo. “Professors on the Board: Do They Contribute to Society Outside the Classroom?” [J] *Journal of Business Ethics*, 2015, 141, (2): 1 – 17.
- [51]Jiang, B., and P. Murphy. “Do Business School Professors Make Good Executive Managers?” [J] *Academy of Management Perspectives*, 2007, 21, (3): 29 – 50.
- [52]Güner, A. B., U. Malmendier, and G. Tate. Financial Expertise of Directors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88, (2): 323 – 354.
- [53]Byrd, D. T., and M. S. Mizruchi. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms[J]. *Journal of corporate finance*, 2005, 11, (1): 129 – 173.
- [54]邓建平,曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. 北京: 金融研究, 2011, (8): 78 – 92.
- [55]Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. Dadt. Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2003, 9, (3): 295 – 316.
- [56]DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committees of Boards of Directors? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43, (2): 53 – 193.
- [57]Krishnan, G. V., and G. Visvanathan. Does the SOX Definition of an Accounting Expert Matter? The Association between Audit Committee Directors’ Accounting Expertise and Accounting Conservatism[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25, (3): 827 – 857.
- [58]邓建平,陈爱华. 高管金融背景与企业现金持有——基于产业政策视角的实证研究[J]. 北京: 经济与管理研究, 2017, (3): 133 – 144.
- [59]Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, (51): 371 – 406.
- [60]吴联生,林景艺,王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩[J]. 北京: 管理世界, 2010, (3): 117 – 126.
- [61]叶檀. 透过亏损迷局看国企改革方向[N]. 上海证券报, 2006 – 03 – 27(A02).
- [62]Henry, T. F., J. J. Shon, and R. E. Weiss. Does Executive Compensation Incentivize Managers to Create Effective Internal Control Systems? [J]. *Research in Accounting Regulation*, 2011, 23, (1): 46 – 59.
- [63]逯东,王运陈,付鹏. CEO 激励提高了内部控制有效性吗? [J]. 北京: 会计研究, 2014, (6): 66 – 72.

Does the Historical Losses Affect Executive Compensation?

LIU Hong-xia, SUN Ya-nan

(School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China)

Abstract: Historical loss-making enterprises refer to enterprises whose profits have been turned into profits in the current or previous years, but whose profits now cannot compensate for the operating losses in the previous years. On the balance sheet, it reflects the “burden” of large negative undistributed profits. China’s economy is in a critical period of upgrading its development mode, optimizing its economic structure and transforming its growth momentum, and many listed companies are suffering from historical losses.

“No profit, no distribution” is the basic principle of dividend distribution in company law of various countries. When the enterprise has a historical loss, even if the enterprise has normal operating ability, it can not make up for the “burden” of negative undistributed profits, so that shareholders can not share the business interests in the form of dividend income. Therefore, we should pay attention to the issue of shareholder dividend restriction in historical loss-making enterprises, because it is of great significance for promoting the transformation and upgrading of China’s economic entities and enhancing competitiveness.

Theoretically, cash dividend constraint will lead to agency conflict, which will lead to the reduction of executive compensation level. It is the inevitable result of principal-agent relationship. However, historical loss-making enterprises show the coexistence of shareholder cash dividend constraint and executive excess compensation. Does this imply that there may be some secret agreements between major shareholders and executives? According to this idea, firstly, this paper examines the effect of the cash dividend constraint of historical loss-making enterprises on executive compensation, based on Shanghai and Shenzhen A-share listed firms in China between 2009 and 2017. The results show that the historical loss-making enterprises have a higher level executive excess compensation than non-historical loss-making enterprises. The results hold when we use instrumental variable two-stage regressions, as well as propensity score matching (PSM) approach.

We further investigate possible underlying mechanisms and find that historical loss increases tunneling and earnings management. The results suggest that on the one hand the cash dividend constraint of historical loss-making enterprises will lead to the tunneling behavior of major shareholders, and then the major shareholders will use compensation design to redeem executive; on the other hand, the cash dividend constraint enlarges agency conflict, which makes shareholders pay more attention to performance and capital gains, and leads executives to prefer earnings management to meet shareholders’ investment return requirements. Further analysis shows that the tunneling is stronger in firms that have a low proportion of the largest shareholder and a strong equity restriction; the earnings management is stronger in firms that have a low managerial ownership and a low executive professional qualities.

The possible contributions of this paper are mainly embodied in the following aspects: (1) It enriches the relevant literature on the executive compensation of historical loss-making enterprises. (2) this paper for the first time reveals the influence mechanism of executive excess compensation from the perspective of cash dividend constraints. By verifying the existence of large shareholder tunneling and executive earnings management problems in historical loss-making enterprises, this paper supports the conclusion of Li Wenzhou (2014), that is, excess compensation is the balanced result of dynamic game between large shareholders and executives. This conclusion can provide theoretical reference for the compensation design of historical loss-making enterprises. (3) It verifies the existing conditions of large shareholder tunneling and executive earnings management in historical loss-making enterprises. In this paper, the shareholder tunneling mechanism is further grouped by the proportion of the largest shareholder and the degree of equity restriction, and the earnings management mechanism is further grouped and discussed by the managerial ownership and the level of executive professional qualities. The conclusion can provide empirical evidence for the design of ownership structure and executive incentive of historical loss-making enterprises.

Key Words: historical loss; cash dividend constraint; executive excess compensation; tunneling; earnings management

JEL Classification: D21, G38, M10

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.12.007

(责任编辑:弘毅)