

管理层权力、内部控制与高管薪酬业绩敏感性

袁春生, 熊 谜, 赵云珠

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

摘要: 文章对管理层权力、内部控制与高管薪酬业绩敏感性关系以及内部控制对管理层权力与高管薪酬业绩敏感性关系的影响进行实证研究。以2010–2016年我国沪深两市A股上市公司为样本的研究发现: 管理层权力与高管薪酬业绩敏感性显著负相关, 即管理层权力越大, 高管薪酬与公司业绩脱钩越严重; 公司内部控制越有效, 高管薪酬业绩敏感性越高; 有效的内部控制能够抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响。结果说明, 管理层权力过大会降低高管薪酬契约的激励作用, 而良好的内部控制能够提高高管薪酬契约的有效性, 降低管理层权力对高管薪酬契约的负面影响。研究结果对完善公司薪酬制度和内部控制有一定参考价值。

关键词: 管理层权力; 内部控制; 高管薪酬; 薪酬业绩敏感性

中图分类号: F271.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095–0098(2020)01–0054–13

一、引言

企业高层管理人员的薪酬激励问题一直是学术界研究的热点。激励理论认为, 合理的高管薪酬能够有效地减轻由于所有权和经营权分离造成的股东与管理层之间的代理问题, 使股东与管理层的利益趋于一致^[1]。然而, 现实中企业高管薪酬与最优激励理论存在较大差距, 这集中表现在以下几方面: 一是高管“天价薪酬”现象时有发生。2016年海通证券高管薪酬总额近5000万元, 与2015年同比增加102%。更为典型的是, 2007年中国平安董事长年薪达6600万元, 成为中国上市公司“天价”高管第一人。二是零薪酬现象。高管天价薪酬常见的同时, 亦有不少高管零薪酬事件发生。如中国平安董事长放弃2008年的薪酬。领取零薪酬可能是CEO的理性选择, 但在短期内会对公司业绩产生显著负面影响^[2]。三是高管薪酬与公司业绩不相称。此方面集中体现为, 当公司业绩下降甚至亏损时, 高管薪酬却不受影响甚至不降反升。如三爱富公司净利润从2011年7.31亿降到2015年–3.11亿, 但高管薪酬依旧保持增长。大唐发电净利润由2015年赢利28.1亿到2016年亏损26.2亿, 但高管薪酬仍由2015年665.39万元上升至2016年838.47万元。高管薪酬异常现象的频繁发生, 引发了学术界对管理层权力与高管薪酬关系的关注。

相对而言, 我国上市公司的财务丑闻发生频率较高。早期有著名的“银广厦”“红光实业”等事件, 近年有万福生科、紫光古汉、绿大地等财务造假案。这些事件的发生说明我国上市公司的内部控制制度存在较严重缺陷, 并导致我国相关证券监管机构出台文件以强化上市公司内部控制制度的建设。上海证券交易所和深圳证券交易所于2006年分别颁布了《上市公司内部控制指引》, 2008年和2010年财政部、审计署等五部委分别联合发布了《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》, 要求沪深主板上市公司自2012

收稿日期: 2019–05–31

基金项目: 国家自然科学基金项目(71262025)

作者简介: 袁春生(1973–), 男, 江西吉水人, 博士, 教授, 研究方向为公司治理。

年1月1日起须进行年度内部控制评价并公开披露评价报告。有效的内部控制能够提高公司业绩^[3],抑制管理层自利行为^[4]。那么,有效的内部控制能否削弱高管权力对自身高管薪酬的影响,从而提升高管薪酬业绩敏感性?

高管在很大程度上拥有公司日常经营管理的决策权,决策权越大,高管对自身薪酬决定的影响力越强,导致高管薪酬越容易与公司业绩脱节。而内部控制作为公司内部监督机制,不仅可能会直接影响公司高管薪酬业绩敏感性,而且还可通过约束高管行为,使管理层更少利用权力为自己谋求利益,从而间接对高管薪酬业绩敏感性产生影响。基于上述考虑,本文对管理层权力、内部控制和高管薪酬业绩敏感性的关系进行研究。具体而言,主要研究以下问题:第一,公司高管权力是否会降低高管薪酬业绩敏感性。第二,公司内部控制制度是否会直接提升高管薪酬业绩敏感性。第三,内部控制能否抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响。本文的贡献在于:(1)通常管理层掌握着企业内部控制建立与执行的权力,这会导致企业高管凌驾于内部控制之上的可能,甚至会导致董事会对管理层不能形成有效制约^[5]。本文研究结果表明,虽然管理层权力会降低其薪酬的激励效果,但有效的内部控制可以削弱管理层权力在此方面的负面作用,内部控制可对管理层形成制约,此结果有助于消除内部控制在约束管理层自利行为上的无谓论之疑虑。(2)相关文献表明,企业内部控制对盈余质量^[6]、资金成本^[7-8]、审计成本^[9]、公司并购^[10-11]等诸多方面存在影响。本文研究发现,内部控制可提升高管薪酬激励效果,并削弱管理层权力对高管薪酬激励效果的负面影响,此结果进一步佐证了内部控制的重要性,对现有内部控制研究成果形成了有益补充。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

1. 高管薪酬及其与公司业绩的关系

高管薪酬激励理论源于委托代理问题。Jensen and Meckling(1976)^[1]认为,公司股东与高管之间是一种委托代理关系,股东为委托人,高管为代理人,委托人雇佣代理人为其工作,代理人拥有经营决策权。委托代理理论以“经济人”假设为核心,认为委托人与代理人都是以自身利益最大化为目标。委托人关心的则是公司经营成果,而代理人在意的是工作能得到相应回报,他们在做出决策时会权衡付出与回报是否相匹配。在此委托代理关系中,相对于股东而言,企业高管拥有更多公司经营状态的信息,导致公司高管很可能为了自身利益最大化而作出损害委托人利益的行为。因此,基于自身利益最大化考虑,股东需要建立一套激励机制来激励代理人努力工作,减少代理成本,使代理人与委托人利益一致。在委托代理理论看来,管理者薪酬激励是缓解委托代理问题的一种有效方法。

由此发展出来的最优契约理论认为,较优的高管薪酬机制是与公司业绩密切挂钩的高管薪酬制度。最优契约理论假设董事会是公司股东的代表,能够以股东利益最大化为目标,代表股东与管理层签订带有激励作用的薪酬契约。根据最优契约理论,管理者薪酬应该要与公司业绩正相关,因此,通过观察管理者薪酬与公司业绩的敏感性,可以判断管理者薪酬激励是否有效。最优契约理论也得到了许多经验研究的支持。Murphy(1985)^[12]以1964-1981年73家美国制造业公司为样本,对高管薪酬和公司业绩之间的关系进行了实证研究,研究发现,公司高级管理人员的报酬与公司业绩呈正相关关系。刘绍妮和万大艳(2013)^[13]的研究显示,高管薪酬水平与公司业绩的关系显著为正,且随着高管持股比例的上升,非国有公司高管薪酬对公司绩效的影响程度更大。

但是,一些研究表明,最优契约理论对高管高额薪酬、零薪酬、高管薪酬及其变动与公司业绩脱钩等现象的解释力还十分有限,表明最优契约理论存在缺陷。Jensen and Murphy(1990)^[14]研究发现,公司CEO的薪酬变化与股东财富只存在弱相关性,股东财富每变动1000美元,CEO薪酬仅仅只变动3.25美元。方军雄

(2009)^[15]认为,高管薪酬业绩敏感性存在不对称现象,即当业绩上升时,管理层薪酬上涨较快,但当业绩下降时,薪酬却下降较慢,管理层薪酬存在明显的粘性特征。柴才等(2017)^[16]发现,高管薪酬与公司的业绩呈显著“倒U型”关系。更有甚者,我国早期的一些研究发现,高管激励与公司业绩不相关。总体上,最优契约理论难以解释当今企业高管获得高薪现象的背后驱动力。

2. 管理层权力的文献回顾

考虑到最优契约理论难以解释企业高管高额薪酬、薪酬与业绩脱钩等现象,为此,学术界试图从其他角度寻求合理解释,其中管理层权力理论较为典型。管理层权力理论认为,受信息劣势和经营能力等的限制,股东特别是小股东并不能有效发挥其监督高管的职能,管理者拥有企业经营活动的内部信息以及决策权,从而实质上拥有企业的管理权^[17]。董事会的运作、董事会成员任免等甚至受到企业高管的干预甚至控制,董事会易被管理层俘虏,导致董事会不能独立于公司管理层对高管薪酬契约进行设计。具体来说,高管会利用此权力为自身谋求利益,集中体现为自己确定与公司业绩脱节的高额报酬,导致薪酬契约难以起到激励高管努力工作的效果。此时,高管薪酬不但不能缓解委托代理问题,反而成为委托代理问题之一。

一些研究确实发现,董事会有时不能有效监督管理层,导致管理层有较大权力来提高自己的薪酬,当董事会独立性较弱时尤其如此^[18]。在股权相对比较分散的公司,管理层的权力较大,管理层侵害股东利益的行为更明显^[17]。当管理者利用手中权力为自己谋求更多利益时,管理层权力会进一步扩大公司高管薪酬差距,对公司造成不良的经济后果。一方面,管理层权力越大,影响自身薪酬的能力越强,从而会弱化薪酬的激励效果。卢锐(2008)^[19]研究发现,管理层权力越大,高管薪酬越高,但公司业绩并没有提升。耿云江和王明晓(2016)^[20]认为,高管的超额在职消费能够在一定程度上反映管理层权力,并且会显著降低高管薪酬业绩敏感性。另一方面,管理层权力过大可能会对公司业绩造成负面影响。此方面,Hambrick and Finkelstein(1995)^[21]以CEO任期代表高管权力大小的研究结果显示,CEO权力与公司绩效呈倒U型关系。吕长江和赵宇恒(2008)^[22]的研究甚至发现,权力较大的高管会自定激励方案,在获取权力收益的同时实现较高货币收益,且不必通过盈余管理来迎合董事会的激励条件,而权力相对较弱的高管则更关注货币性补偿,且只能通过盈余管理扩大利润以获取高货币收益。

3. 内部控制的文献回顾

早期我国公司内部控制相对薄弱,相关法律制度也不完善,诸如中航油等内部控制缺陷引起的事件频繁发生。这导致一系列规范内部控制的文件出台,许多学者也纷纷聚焦于内部控制及其缺陷所导致的经济后果等研究领域。相关研究发现,公司内部控制质量对公司融资成本有着重要作用,内部控制存在缺陷的公司融资成本更高^[7-8],其原因在于,存在缺陷的内控制度加大了公司的风险^[8],从而会增加公司的融资成本。

何玉等(2017)^[3]用2012-2015年A股上市公司为研究对象的结果显示,内部控制缺陷越严重,公司业绩越低。周美华等(2016)^[4]认为,管理层权力较大容易导致腐败现象,而良好的内部控制则可以抑制管理层腐败行为。杨道广等(2014)^[10]从内部控制带来的经营效率角度出发,研究内部控制对并购绩效的影响,研究发现,内部控制制度健全的公司,其并购失败的可能较小。赵息和张西栓(2013)^[11]同样认为,内部控制可以制衡高管权力,对并购效益有正向影响。其原因在于,内部控制会缓和并购过程中的信息不对称程度,优化并购目标的选择,并更好地控制并购风险,从而可提高并购成功的概率^[23]。

(二) 研究假设

1. 管理层权力与高管薪酬业绩敏感性

根据最优契约理论,高管薪酬激励的目的是解决所有权和经营权带来的代理问题,高管报酬应该要与公司绩效正相关。但是,现实情况并非与最优契约理论完全一致,高管高额薪酬、零薪酬、高管薪酬及其变动与公司业绩脱钩等现象的广泛存在,说明最优契约理论还不足以充分解释高管薪酬与业绩的关系。在此基础

上发展出来的管理层权力理论认为,管理层有能力影响自己薪酬契约的设计。首先,关于管理层努力程度的信息非常不对称,股东处于信息劣势。如此,容易导致当公司经营状况良好时,高管通常将此功劳归因于自己的努力或能力,公司业绩越好,高管获得薪酬越多。但当公司出现亏损时,管理者则会利用自身权力将责任推卸给其他客观因素,例如经济萧条、市场竞争激烈和行业不景气等因素。管理层权力越大,邀功与卸责行为也越容易发生。其次,在制定薪酬时管理者有较强的讨价还价能力。受管理者能力难以评估、管理工作的成效受管理者主动性和积极性等主观意愿影响较强,导致管理者报酬难以根据其能力来确定。因此,相对于普通劳动者,企业高管在薪酬契约签订上有较高的谈判地位。高管权力越大,其与股东的谈判地位也越高,在优秀管理者稀缺的经理人市场更是如此。

再次,董事会往往并不完全独立于企业管理层,管理层权力的扩张可能导致其权力凌驾于董事会之上。通常,管理层与董事会成员有着某种特殊关系,在设计薪酬契约时,管理层会利用其对董事会的影响为自己获取更多的薪酬。考虑到许多公司董事会及其成员事实上受到公司高管的影响甚至控制^[17],董事会中的薪酬委员会并不能够完全按最优契约原则来设计与执行高管薪酬,管理层凭借权力影响自身薪酬,使得管理层获得的薪酬会超出最优激励契约所决定的水平。高管对董事会的影响与控制,也容易导致公司业绩良好时,高管获得的薪酬会较高,而当公司业绩出现下滑时,高管的薪酬却并没有发生太多变化,高管的薪酬业绩敏感性会越低。高管权力越大,高管薪酬越容易与公司业绩脱钩。较大的管理层权力容易引发代理问题,弱化高管薪酬的激励作用,使公司高管薪酬业绩敏感性减弱。基于此,提出假设 H1。

假设 H1: 管理层权力越大,高管薪酬越高,高管薪酬业绩敏感性越低。

2. 内部控制与高管薪酬业绩敏感性

作为公司内部重要的治理机制,有效的内部控制能够通过多种方式提升公司管理层薪酬的业绩敏感性。首先,完善内部控制能够防范公司经营风险,防止高管投资于高风险项目的过度投资行为。内部控制质量越高,越能够有效地降低公司经营风险^[24],防止高管过度投资行为发生,从而提高业绩报酬敏感性。其次,内部控制可以保证会计信息的可靠性,提高公司会计信息质量。会计信息质量提高的基础是建立有效的内部控制^[6],内部控制质量越高,公司会计信息质量越好^[25]。有效内部控制对会计信息质量有积极的促进作用,从而在高管的业绩评价中有更高质量的信息可供使用。再次,有效的内部控制,能够改善公司内部沟通效率,从而有助于提高公司业绩评价制度的效率。公司高管与职能部门、职能部门之间,甚至员工与员工之间的沟通效率会显著影响公司运转效率。显性成文且严格执行的内部控制,更容易实施并得到全体员工的主动执行和改进,公司相关管理制度的执行效率也会得以提高。高质量的内部控制能够加强公司上下级员工间有效的沟通,使管理层做出的经济决策更能够得到有效的贯彻落实^[26]。

有效内部控制引致的经营风险的降低、会计信息质量的提高及内部管理效率的提升,都有助于提高员工报酬的激励效果。公司高管也更愿意将自己薪酬与公司业绩紧密结合在一起,此时高管薪酬与公司业绩的敏感性相对较高。良好的内部控制,还可以约束高管通过过度投资来获取超额报酬的程度,高管主要获得的是基于业绩的报酬,此时报酬的激励作用更佳,高管报酬业绩敏感度相对更高些^[27]。因此,上市公司内部控制的有效性越高,高管薪酬业绩敏感性就越高,有效的内部控制能够显著提高高管薪酬的业绩敏感性。基于此,提出假设 H2。

假设 H2: 内部控制制度越有效,高管薪酬业绩敏感性越高。

3. 管理层权力、内部控制与高管薪酬业绩敏感性

随着众多上市公司高管“天价薪酬”事件的发生,社会公众意识到,在委托代理关系中,拥有优势信息的高管,在实际工作中并不总是将自身利益与股东利益紧密结合在一起。公司高管通常会通过盈余管理等手段,高估收益低估亏损,以此操纵公司业绩来增加自身薪酬。不仅如此,高管还会将良好的业绩归因于其努

力工作的结果而要求高报酬,但当公司亏损时,高管往往将公司亏损归因于行业宏观环境不利等客观因素,以避免自身薪酬降低。因此,公司有必要建立一套能够对管理者自利行为形成约束的内部控制制度,以尽量保证高管薪酬激励契约达到期望效果。

内部控制在提升会计稳健性、增强盈余持续性^[28]、提高投资效率^[29]和抑制高管腐败^[4]等方面具有显著效果。良好的内部控制可以提高企业会计信息质量^[6],有助于缓和股东与管理层之间的信息不对称程度,降低高管盈余管理的可能性与盈余管理程度,也有助于减轻高管卸责与邀功的程度,为股东提供更为真实可靠的信息,从而方便股东与高管之间薪酬契约的签订,增加高管薪酬激励的有效性。与此同时,内部控制的有效执行,也有助于限制公司高管利用权力为自己谋利,直接提高高管薪酬契约的有效性。而且,当公司内部控制更有效时,公司会更多采用将高管薪酬与公司业绩挂钩的高管薪酬激励制度,以激励高管实现股东利益最大化。相反,内部控制存在缺陷的公司,其会计信息质量往往偏低,更易误导高管的管理决策,也会使外部投资者无法真实了解公司的经营状况,无法有效监督管理层的行为,进一步加剧管理层的自利行为。罗付岩(2017)^[30]以2005-2013年A股上市公司为对象的研究表明,内部控制与公司腐败呈负相关关系,腐败又与公司业绩敏感性显著负相关。基于此,提出假设H3。

假设H3:完善的内部控制能够抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取2010-2016年我国沪深两市A股上市公司为研究对象,在此基础上剔除以下样本:(1)考虑到ST和*ST上市公司盈余管理行为相对严重,且其财务或经营状况通常不太正常,因此剔除ST和*ST的公司;(2)考虑到金融行业受政府监管较严,且业务和财务指标不同于制造业等行业上市公司,因此剔除金融业上市公司;(3)考虑到刚上市公司其内部控制、信息披露等方面的制度建设还不够健全,所以剔除上市时间不满一年的公司;(4)剔除财务数据缺失的样本。为消除极端值的影响,对主要连续性变量采用winsorize首尾两端1%极值缩尾处理。本文财务数据主要来自深圳国泰安(CSMAR)数据库,内部控制指标来自于迪博公司发布的《中国上市公司内部控制报告》。

(二) 研究模型

建立如下模型(1)、(2)、(3),分别用于检验假设H1、H2与H3。根据假设H1, α_2 应显著为正,而 α_3 应显著为负。根据假设H2, β_3 应显著为正。根据假设H3, γ_6 应显著为正。

$$\begin{aligned} \text{Ln pay} = & a_0 + a_1 \times \text{Perf} + a_2 \times \text{Power} + a_3 \times \text{Perf} \times \text{Power} + a_4 \times \text{Ln size} + a_5 \times \text{Lev} \\ & + a_6 \times \text{Growth} + a_7 \times \text{Bsize} + a_8 \times \text{Soe} + a_9 \times \text{Year} + a_{10} \times \text{Industry} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Ln pay} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{Perf} + \beta_2 \times \text{IC} + \beta_3 \times \text{Perf} \times \text{IC} + \beta_4 \times \text{Ln size} + \beta_5 \times \text{Lev} \\ & + \beta_6 \times \text{Growth} + \beta_7 \times \text{Bsize} + \beta_8 \times \text{Soe} + \beta_9 \times \text{Year} + \beta_{10} \times \text{Industry} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Ln pay} = & \gamma_0 + \gamma_1 \times \text{Perf} + \gamma_2 \times \text{Power} + \gamma_3 \times \text{Perf} \times \text{Power} + \gamma_4 \times \text{IC} \\ & + \gamma_5 \times \text{Perf} \times \text{IC} + \gamma_6 \times \text{Perf} \times \text{Power} \times \text{IC} + \gamma_7 \times \text{Ln size} + \gamma_8 \times \text{Lev} \\ & + \gamma_9 \times \text{Growth} + \gamma_{10} \times \text{Bsize} + \gamma_{11} \times \text{Soe} + \gamma_{12} \times \text{Year} + \gamma_{13} \times \text{Industry} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

(三) 变量定义

研究模型中各变量定义如表1所示。其中被解释变量为高管薪酬(Ln pay)。根据林钟高和丁茂桓(2017)^[8]等有关高管薪酬的文献,考虑到高管薪酬的金额较大,我们用前三名高管薪酬总额平均值的自然对数来衡量。解释变量中,选取总资产收益率(Roa)作为公司绩效(Perf)的衡量指标。对于管理层权力(Power),参照卢锐(2008)^[19]、权小锋等(2010)^[31]相关文献,用股权分散、两职合一这两个虚拟变量加总得

到的管理层权力合计数来表示。其中股权分散用 Power1 表示,若第一大股东持股比例除以第二至第十大持股比例之和小于 1,则 Power1 取值为 1,否则为 0。通常股权越分散,管理层权力越大,因此 Power1 的值越大,则管理层权力越大;两职合一用 Power2 表示,当董事长与总经理两职合一时,Power2 取值为 1,否则为 0。Power2 的值越大,管理层权力越大。 $Power = Power1 + Power2$,其数值越大,表示管理层权力越大。本文采用深圳迪博公司发布的内部控制指数的自然对数(IC)来衡量公司内部控制的的有效性。内部控制指数是以公司战略、经营、报告、合规和资产安全五大目标的实现水平为基础,同时根据内部控制的缺陷对数据进行修正,从而形成反映上市公司内部控制水平的指数,指数(IC)值越大,说明企业内部控制越有效。

本文参考周美华等(2016)^[4]等文献,将公司规模、资产负债率、公司成长性、董事会规模、产权性质作为控制变量。同时,考虑到不同年度外部经济环境、以及不同行业的经营模式及财务特征等存在较大差异,本文亦将年度和行业的虚拟变量纳入回归方程,以控制年度和行业差异可能带来的影响。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	高管薪酬	Lnpay 前三名高管薪酬总额的平均值并取对数
	公司业绩	Perf 总资产收益率 Roa,即净利润/平均资产总额
		Power 管理层权力积分变量。 $Power = power1 + powe2$
解释变量	管理层权力	Power1 如果第一大股东持股比例除以第二至第十大持股比例之和小于 1,则 Power1 取值为 1,否则为 0
		Power2 董事长与总经理两职合一时,Power2 取值为 1,否则为 0
	内部控制指数	IC 迪博发布的上市公司内部控制披露指数并取自然对数
控制变量	公司规模	Lnsiz 公司期末总资产的自然对数
	资产负债率	Lev 年末负债总额/年末资产总额
	公司成长性	Growth 公司营业收入增长率,即(本年营业收入—上年营业收入)/上年营业收入
	董事会规模	Bsize 董事会人数
	产权性质	SOE 实际控制人为政府或者国有企业,取值为 1,否则为 0
	年度	Year 若观测值属于该年度,取值为 1,否则为 0
	行业	Industry 若观测值属于该行业,取值为 1,否则为 0

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

主要变量的描述性统计结果见表 2 所示。表 2 显示,高管薪酬(Lnpay)的平均值为 4.956,对应金额为 142 万元。最小值和最大值分别为 3.127 和 6.858,表明上市公司的高管薪酬存在较大差异。公司业绩(Perf)指标总资产收益率(Roa)的最大值是 0.216,最小值是 -0.105,说明我国上市公司的经营业绩也存在较大差异。管理层权力变量(Power)的平均值为 0.493,标准差是 0.624。内部控制(IC)是取对数后的结果。迪博发布的上市公司内部控制披露指数表明,我国上市公司的内部控制质量水平存在很大差异。

表2 描述性统计

变量	数量	平均值	标准差	最小值	最大值
Lnpay	12079	4.956	0.713	3.127	6.858
Perf	12079	0.0433	0.050	-0.105	0.216
Power	12079	0.493	0.624	0	2
IC	12079	6.501	0.125	5.892	6.805
Lnsiz	12079	13.002	1.292	10.503	16.889

变量	数量	平均值	标准差	最小值	最大值
Lev	12079	0.531	0.210	0.0518	0.887
Growth	12079	0.154	0.335	-0.521	1.803
Bsize	12079	12.11	4.007	4	36
Soe	12079	0.468	0.499	0	1

(二) 相关性分析

各变量的 Pearson 相关系数见表 3。从表 3 可以看出,公司业绩(Perf)和高管薪酬(Lnpay)相关系数为 0.220,且在 1% 的水平上显著,结果表明,公司业绩越好,高管获得的报酬越高,上市公司高管薪酬契约有一定的激励效果。管理层权力(Power)和公司高管薪酬呈显著正相关关系,即管理层权力越大,高管薪酬越高,此相关性分析结果支持了管理层权力理论,与假设 H1 一致。

内部控制指数(IC)与公司业绩和高管薪酬在 1% 水平上显著正相关,也就是说公司内部控制制度越有效,公司业绩越好,高管获得更好的薪酬,此结果初步验证了假设 H2。内部控制指数与管理层权力(Power)的相关系数为 -0.020,并且在 1% 的水平上显著,即内部控制指数越高,管理层权力越弱,说明内部控制确实能够在一定程度上对管理层形成约束,此结果初步验证了假设 H3。

公司规模(Lnsize)和高管薪酬、公司业绩呈显著正相关,公司规模越大,说明公司在市场上有较强的竞争力,公司业绩越好,高管获得更高报酬。公司资产负债率(Lev)在 10% 水平上与高管薪酬负相关,在 1% 的水平上和公司业绩负相关。公司产权性质(Soe)与高管薪酬显著正相关,表明实际控制人为政府或国有企业的上市公司,高管薪酬较高。企业产权性质与公司业绩显著负相关,表明与非国有上市公司相比,国有上市公司等经营业绩相对较低劣。另外,各变量之间相关系数最大值为 0.462,是公司规模与高管薪酬的相关系数,远低于 0.8,这说明各变量之间不存在多重共线性问题。

表 3 Pearson 相关系数表

	Lnpay	Perf	Power	IC	Lnsize	Lev	Growth	Bsize	Soe
Lnpay	1.000								
Perf	0.220***	1.000							
Power	0.047***	0.076***	1.000						
IC	0.206***	0.387***	-0.020***	1.000					
Lnsize	0.462***	0.013***	-0.163***	0.258***	1.000				
Lev	-0.111*	-0.362***	-0.183**	-0.008	0.486*	1.000			
Growth	0.027***	0.242***	0.083**	0.190***	0.002	0.028**	1.000		
Bsize	0.110***	0.061***	-0.136***	0.002	0.263***	0.233***	0.003	1.000	
Soe	0.077***	-0.120***	-0.299***	0.060***	0.329***	0.275***	-0.107***	0.271***	1.000

注: *、**、*** 分别代表统计显著性水平为 10%、5%、1%。

(三) 多元回归分析

1. 管理层权力与高管薪酬业绩敏感性

表 4 提供了模型(1)的回归分析结果,其中第(1)个回归只将解释变量纳入回归方程,第(2)个回归是将控制变量纳入到回归方程。由表 4 的结果可知,公司业绩(Perf)和高管薪酬(Lnpay)呈显著正相关关系,说明整体上上市公司实行了基于业绩的高管薪酬激励机制。管理层权力(power)与高管薪酬呈显著的正相关关系,显著性水平为 1%,说明管理层权力越大,高管薪酬越高,高管薪酬的高低与高管权力大小密切相关。

两个回归结果中,公司业绩和管理层权力交互项($\text{Perf} \times \text{power}$) 的回归系数皆为负且分别在 5% 和 1% 的水平上显著,说明管理层权力越大,高管薪酬业绩敏感性越低,假设 H1 得到验证。

表 4 管理层权力与高管薪酬业绩敏感性的回归结果

Variables	(1) Lnpay		(2) Lnpay	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
Constant	3.772***	5.629	0.515***	11.482
Perf	0.812***	10.173	1.724***	14.154
Power	0.071***	3.472	0.038***	10.868
$\text{Perf} \times \text{power}$	-0.003**	-2.013	-0.047***	-2.642
Lsize			0.214***	7.749
Lev			-0.008**	-2.143
Growth			-0.014	-0.505
Bsize			-0.001*	-1.682
Soe			-0.018	-0.192
Year			已控制	
Industry			已控制	
F 值	208.62		202.42	
Adj - R ²	0.049		0.333	
Observations	12079		12079	

注: *、**、*** 分别代表统计显著性水平为 10%、5%、1%。

2. 内部控制与高管薪酬业绩敏感性

表 5 列示了模型(2)的回归分析结果。由表 5 结果可知,加入控制变量前后,公司业绩(Perf)和高管薪酬(Lnpay)都在 1% 的水平上显著正相关,结果与前文一致。两个回归结果中,内部控制指数(IC)的回归系数分别在 5%、1% 的水平上显著为正,说明公司内部控制制度越有效,高管薪酬越高。两个回归中的公司业绩和内部控制的交互项($\text{Perf} \times \text{IC}$)都与高管薪酬在 1% 水平上显著正相关,说明公司内部控制制度越有效时,高管薪酬的业绩敏感性也会越高。通常,内部控制越有效的公司,高管来自非正常渠道的收益较低,其报酬更多与经营业绩挂钩,理性高管会更加努力工作,以提高公司业绩而获得较多薪酬,这导致高管薪酬业绩敏感性相对较高。上述结果与假设 H2 一致。

表 5 内部控制与高管薪酬业绩敏感性的回归结果

Variables	(1) Lnpay		(2) Lnpay	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
Constant	4.272***	(4.523)	0.300**	(4.431)
Perf	1.552***	(6.241)	1.776***	(11.567)
IC	0.073**	(2.012)	0.133***	(4.453)
$\text{Perf} \times \text{IC}$	0.079***	(4.952)	0.026***	(3.473)
Lsize			0.212***	(3.941)
Lev			-0.016	(-0.224)
Growth			-0.018*	(-1.761)

Variables	(1) Lnpay		(2) Lnpay	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
Bsize			-0.071	(-0.759)
Soe			-0.028	(-0.433)
Year			已控制	
Industry			已控制	
F 值	283.40		196.87	
Adj - R ²	0.066		0.327	
Observations	12079		12079	

注: *、**、*** 分别代表统计显著性水平为 10%、5%、1%。

3. 管理层权力、内部控制与高管薪酬业绩敏感性

利用回归模型(3)验证有效的内部控制是否能够抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响,结果如表6所示。由表6可以看出,管理层权力的回归系数皆显著为正,同时管理层权力与公司业绩交互项(Perf × power)的回归系数为负,且在加入控制变量的回归结果(2)中其回归系数显著为负,说明高管权力越大,其薪酬业绩敏感性越低,结果与假设H1一致。内部控制与公司业绩交互项(Perf × IC)的回归系数都显著为正,说明良好的内部控制可以提升高管薪酬业绩敏感性,结果与假设H2一致。管理层权力、内部控制和公司业绩三者交互项(Perf × power × IC)的回归系数为正,且在加入控制变量的回归结果(2)中显著为正,与交互项Perf × power的回归系数符号方向相反。结果说明,公司内部控制制度越有效,越能够对公司高管的自利行为产生约束作用,越有助于防止公司管理层利用自身权力自定薪酬,从而有助于提升公司高管薪酬的业绩敏感性,即完善的内部控制能够抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响,假设H3得到了验证。

表6 管理层权力、内部控制与高管薪酬业绩敏感性的回归结果

Variables	(1) Lnpay		(2) Lnpay	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
Constant	4.174 ***	(4.332)	0.219 ***	(4.071)
Perf	1.460 ***	(6.504)	2.042 ***	(12.500)
Power	0.070 ***	(3.281)	0.030 ***	(9.042)
Perf × power	-0.592	(-0.762)	-1.425 ***	(-5.043)
IC	0.062 ***	(14.582)	0.117 ***	(3.834)
Perf × IC	0.077 **	(2.323)	0.063 *	(1.680)
Perf × power × IC	0.081	(0.622)	0.223 ***	(4.793)
Lsize			0.211 ***	(4.355)
Lev			-0.007	(-1.514)
Growth			-0.019 *	(-1.652)
Bsize			-0.049	(-1.382)
Soe			-0.018	(-0.126)
Year			已控制	
Industry			已控制	

Variables	(1) Lnpay		(2) Lnpay	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
F 值	146.32		186.19	
Adj - R ²	0.067		0.336	
Observations	12079		12079	

注: *、**、*** 分别代表统计显著性水平为 10%、5%、1%。

(四) 稳健性检验

本文执行如下回归分析,以检验研究结果的稳健性:(1)考虑到股东更关注净资产收益率,因此本文以净资产收益率(Roe)替换总资产收益率(Roa)作为公司业绩指标(Perf)进行回归分析,结果如表7中回归结果(1)所示;(2)采用公司前三名董事平均薪酬的自然对数(Lndir)替代Lnpay作为高管薪酬的衡量指标进行回归分析,结果见表7中结果(2);(3)更换管理层权力的计量指标。考虑到管理层权力在度量上存在一定困难,不同学者对管理层权力的衡量并不统一。卢锐(2008)^[19]从两职合一、股权分散等角度衡量管理层权力;李维安等(2010)^[32]则从董事会角度出发,认为当董事会规模越大和董事会独立性越高时,董事会能够抑制管理层权力的滥用。在此,我们参考李维安等(2010)^[32]的做法,用董事会规模和董事会独立性来表示管理层权力。当董事会规模(Bsize)小于平均值时,Bsize取1,否则为0。当独立董事比例(Indep)小于平均值时,Indep取1,否则取0。管理层权力指标 $Power = Bsize + Indep$,Power数值越大,说明管理层权力越大。更换管理层权力计量指标后的回归结果见表7中结果(3);(4)内生性的考虑。通常,当获得较高薪酬时,公司高管会更加努力工作,导致公司业绩也会得到提高,高管薪酬与公司业绩可能存在互为因果关系。为避免高管薪酬与公司业绩二者之间存在内生性问题,我们用第t期的自变量对第t+1期的高管薪酬($Lnpay_{t+1}$)进行回归,回归结果如表7中结果(4)。

表7的结果显示,公司业绩(Perf)、管理层权力(Power)的回归系数都显著为正,说明公司业绩越好,高管薪酬越高,同时管理层权力越大,高管获得的报酬也越高。管理层权力与公司业绩交互项($Perf \times power$)的回归系数为负,且统计显著性水平为1%,说明管理层权力越大,其自定薪酬的能力越强,公司高管薪酬的业绩敏感性越低,结果与假设H1一致。内部控制与公司业绩交互项($Perf \times IC$)的回归系数皆显著为正,且有三个回归结果的显著程度为1%,结果表明,内部控制越有效,公司高管报酬业绩敏感性越高,符合假设H2的预测。公司业绩、管理层权力和内部控制三者交互项($Perf \times power \times IC$)的回归系数都在1%的水平上显著为正,与 $Perf \times power$ 的回归系数方向相反,说明良好的内部控制能约束管理者利用权力谋取自身利益的行为,从而提高了高管薪酬业绩敏感性,结果再次验证了假设H3。

表7 稳健性检验

Variables	(1) Lnpay		(2) Lndir		(3) Lnpay		(4) Lnpay _{t+1}	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值	回归系数	T 值	回归系数	T 值
Constant	2.053 ***	11.374	0.508 ***	3.757	0.126 ***	3.844	0.614 *	1.684
Perf	0.708 ***	11.317	2.476 ***	9.727	2.077 ***	12.242	4.942 ***	9.734
Power	0.026 ***	8.380	0.033 ***	12.615	0.002 **	2.487	0.096 ***	7.614
Perf × power	-0.426 ***	-4.386	-1.593 ***	-4.941	-1.235 ***	-3.934	-2.844 ***	-3.796
IC	0.109 ***	3.224	0.140 ***	4.849	0.105 ***	3.892	0.086 *	1.934
Perf × IC	0.004 ***	3.502	0.072 *	1.974	0.001 ***	3.372	0.003 ***	4.283
Perf × power × IC	0.081 ***	4.273	0.002 ***	4.798	0.002 ***	3.068	0.004 ***	3.486
Lnsizes	0.211 ***	4.731	0.219 ***	5.328	0.213 ***	4.176	0.256 ***	4.976

Variables	(1) Lnpay		(2) Lndir		(3) Lnpay		(4) Lnpay _{t+1}	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值	回归系数	T 值	回归系数	T 值
Lev	-0.103 ***	-11.416	-0.013	-1.110	-0.021	-1.381	-0.178 ***	4.531
Growth	-0.016	-0.958	-0.021 *	-1.911	-0.018 *	-1.742	-0.133 ***	-6.723
Bsize	-0.071	-1.517	-0.031	-0.564			-0.004 **	-2.562
Soe	-0.019	-0.099	-0.215 ***	-4.524	-0.025	-1.037	-0.019	-1.412
Year	已控制		已控制		已控制		已控制	
Industry	已控制		已控制		已控制		已控制	
F 值	183.28		123.62		185.01		134.93	
Adj - R ²	0.333		0.251		0.328		0.300	
Observations	12079		12074		12009		10000	

注: *、**、*** 分别代表统计显著性水平为 10%、5%、1%。

五、研究结论与展望

企业高管的薪酬激励问题是公司治理研究的重要领域,合理的高管薪酬能够激励高管努力工作,提升公司业绩。然而,现实中企业高管高额薪酬、零薪酬、薪酬与公司业绩不相称等现象的发生,引发了社会公众对高管利用权力确定自身高额薪酬的质疑。管理层权力对薪酬激励机制是否会产生负面影响?有效的内部控制能否对高管薪酬业绩敏感性产生积极影响、能否抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响,从而提升高管薪酬与公司业绩的敏感性?基于上述考虑,本文利用上市公司为样本,实证分析管理层权力、内部控制和高管薪酬业绩敏感性三者之间的关系。

以 2010 - 2016 年我国沪深两市 A 股上市公司为样本的实证研究发现:(1) 管理层权力与高管薪酬显著正相关,而与高管薪酬业绩敏感性呈显著负相关,即管理层权力越大,高管薪酬越高,且与公司业绩脱钩越严重,这说明管理层权力使得高管薪酬激励契约不能得到有效执行和实施;(2) 内部控制和高管薪酬业绩敏感性显著正相关,即公司内部控制制度越有效,高管薪酬业绩敏感性越高;(3) 有效的内部控制能够抑制管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的负面影响,这说明有效的内部控制制度能够对管理层行为起到监督作用,减轻公司高管利用权力为自己谋取高额薪酬的程度,促使高管薪酬激励契约得以更有效运行。

根据本文研究结果,我们认为,可以从以下方面改进公司治理,建立有效的高管薪酬激励机制:(1) 增强对管理层权力的监管。就公司内部方面而言,应杜绝管理层滥用权力操纵薪酬,薪酬委员会的设立应独立于管理层。如此,薪酬委员会成员的决策才不会受到管理层的影响,才能降低管理层滥用权力的程度。就公司外部方面而言,国家法律制度应该加大对管理层滥用权力的处罚力度,使公司高管的收益远低于其滥用权力所带来的成本。(2) 完善公司内部控制制度,提高内部控制质量。公司内部控制制度是否完善对公司发展有着关键的作用。要不断完善公司的内部控制制度,强化公司内部控制的执行力度,加强内部控制制度的信息披露,使内部控制制度发挥其真正作用,进而起到限制公司高管滥用权力的作用。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 曹廷求, 李晋. CEO 零薪酬: 示好还是作秀 [J]. 山西财经大学学报, 2014(7): 81 - 90.
- [3] 何玉, 徐春炫, 王宇. 内部控制缺陷与公司业绩 [J]. 财经理论与实践, 2017(4): 83 - 88.

- [4]周美华,林斌,林东杰. 管理层权力、内部控制与腐败治理[J]. 会计研究, 2016(3): 56-63+96.
- [5]赵刚,梁上坤,王卫星. 超募融资、管理层权力与私有收益——基于IPO市场的经验证据[J]. 会计研究, 2017(4): 31-37.
- [6]方红星,金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J]. 会计研究, 2011(8): 53-60+96.
- [7]Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Kinney W R. The Discovery and Reporting of Internal Control Deficiencies Prior to SOX-mandated audits[J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 44(1-2): 116-192.
- [8]林钟高,丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017(4): 73-80.
- [9]Ettredge M, Heintz J, Li C, et al. Auditor Realignment Accompanying Implementation of SOX 404 ICFR Reporting Requirements[J]. Accounting Horizons, 2011, 25(1): 17-39.
- [10]杨道广,张传财,陈汉文. 内部控制、并购整合能力与并购业绩——来自我国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2014(3): 43-50.
- [11]赵息,张西栓. 内部控制、高管权力与并购绩效——来自中国证券市场的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013(2): 75-81.
- [12]Murphy K J. Corporate Performance and Managerial Remuneration: an Empirical Analysis[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7(1-3): 11-42.
- [13]刘绍妮,万大艳. 高管薪酬与公司绩效: 国有与非国有上市公司的实证比较研究[J]. 中国软科学, 2013(2): 90-101.
- [14]Jensen M C, Murphy K J. Performance Pay and Top-Management Incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(2): 225-264.
- [15]方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 经济研究, 2009(3): 110-124.
- [16]柴才,黄世忠,叶钦华. 竞争战略、高管薪酬激励与公司业绩——基于三种薪酬激励视角下的经验研究[J]. 会计研究, 2017(6): 45-52.
- [17]Bebchuk L, Fried J, Walker D. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[J]. The University of Chicago Law Review, 2002, 69(3): 751-846.
- [18]Core J E, Holthausen R W, Larcker D F. Corporate Governance, Chief Executive Compensation and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1991, 51(3): 371-406.
- [19]卢锐. 管理层权力、薪酬与业绩敏感性分析——来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2008(7): 107-112.
- [20]耿云江,王明晓. 超额在职消费、货币薪酬业绩敏感性与媒体监督——基于中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2016(9): 55-61.
- [21]Hambrick D, Finkelstein S. The Effect of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises[J]. Strategic Management Journal, 1995, 16(3): 175-193.
- [22]吕长江,赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界, 2008(11): 99-109.
- [23]崔永梅,余漩. 基于流程的战略性并购内部控制评价研究[J]. 会计研究, 2011(6): 57-62.
- [24]高明华,杜雯翠. 外部监管、内部控制与企业经营风险——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南方经济, 2013(12): 63-72.

- [25]王运陈,李明,唐曼萍. 产权性质、内部控制与会计信息质量——来自我国主板上市公司的经验证据[J]. 财经科学 2015(4):97-106.
- [26]王海兵,伍中信,李文君,等. 企业内部控制的人本解读与框架重构[J]. 会计研究 2011(7):59-65.
- [27]李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制? [J]. 管理世界 2011(2):81-99.
- [28]方红星,张志平. 内部控制质量与会计稳健性——来自深市 A 股公司 2007—2010 年年报的经验证据[J]. 审计与经济研究 2012 27(5):3-10.
- [29]池国华,杨金,郭菁晶. 内部控制、EVA 考核对非效率投资的综合治理效应研究——来自国有控股上市公司的经验证据[J]. 会计研究 2016(10):63-69.
- [30]罗付岩. 把权力关进制度的笼子里提高了企业绩效吗——基于内部控制、“舌尖上的腐败”与企业绩效关系的实证研究[J]. 山西财经大学学报 2017(10):19-31.
- [31]权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究 2010(11):73-87.
- [32]李维安,刘绪光,陈靖涵. 经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论分析与实证分析[J]. 南开管理评论 2010 13(2):4-15.

Management Power ,Internal Control and Compensation Performance Sensitivity

YUAN Chunsheng , XIONG Mi , ZHAO Yunzhu

(College of Finance ,Jiangxi Normal University ,Nanchang ,Jiangxi 330022 ,China)

Abstract: This paper makes an empirical study on the relationship between management power ,internal control and executive compensation performance sensitivity ,as well as the influence of internal control on the relationship between management power and executive compensation performance sensitivity. Based on the study of a - share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2010 to 2016 ,it is found that management power is significantly negatively correlated with the sensitivity of executive compensation performance ,That is ,the greater the power of the management ,the more serious the decoupling between executive compensation and corporate performance; The more effective the company's internal control ,the higher the sensitivity of executive compensation performance; Effective internal control can restrain the negative influence of management power on executive compensation performance sensitivity. The results show that the excessive power of management reduces the incentive effect of executive compensation contracts ,while good internal control can improve the effectiveness of executive compensation contracts and reduce the negative impact of management power on executive compensation contracts. The results have certain reference value to improve the company compensation system and internal control.

Key words: management power; internal control; executive compensation; compensation performance sensitivity

(责任编辑: 罗序斌)