

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15320081152159

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

公司治理、所有者控制权与高管薪酬
——来自上市民营企业的经验证据

Corporate Governance, Owner's Controlling Rights and Top
Executive Compensation——Empirical Analysis Based on
Chinese Listed Private Companies

胡泽冰

指导教师姓名: 林民书 教授

专业名称: 政治经济学

论文提交日期: 2011年4月6日

论文答辩时间: 2011年5月23日

学位授予日期: 年 月 日

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

近年来上市公司高管薪酬备受公众关注，而高管薪酬与企业绩效之间的激励与制约关系也是现代企业理论的一个重要研究领域。随着我国经济体制的改革，越来越多的民营企业进入资本市场，企业规模的扩张和所有权结构的调整导致了更加复杂的委托-代理问题。因此，本文基于高管薪酬和企业绩效的研究范式，选取2006年到2009年四年间上市民营企业前三名高管的薪酬及其他有关数据，进一步探讨公司治理结构和所有者控制权等因素对高管薪酬的影响和作用。

本文首先回顾高管薪酬与公司绩效相关性及其决定机制方面的文献，借鉴前人的研究成果，从中总结出影响薪酬-绩效问题的基本要素，并构建模型的基础架构。结果表明，对于民营企业而言，经营绩效和企业规模是影响高管薪酬权重最大的两个因素。然后设计虚拟变量，讨论公司治理结构和所有者控制权对高管薪酬的激励和制约效果。结果发现：1、良好的董事会治理结构对高管薪酬发挥的激励效用大于制约效果，乘员理论在上市民营企业中具有一定的解释价值和现实意义；2、国企民营化改制之后高管薪酬与业绩的联系更加紧密，基本实现了市场化机制，但原生型民营企业对高管的激励程度要高于改制型民营企业；3、最终控制人为国企背景的民营企业高管薪酬水平较高，仍然存在因所有者虚位所导致的高管道德风险问题；4、当最终控制人通过金字塔式结构控制民营上市公司时，由于相对分散和复杂的控制结构使得控制人对上市公司高管的监督力度偏弱，高管有更大的机会和动力以权谋利，可能存在一定程度的超额收益。

关键词：民营企业；高管薪酬；公司治理

Abstract

In recent years problems about top-executive compensation of listed companies have been paid much attention, meanwhile the incentive and constraint relation between top-executive compensation and enterprise performance is an important research field in modern enterprise theory. After more and more private enterprises have entered capital market with the reform of China's economic structure, enterprise expansion and adjustment of shareholder structure result in more complex principal-agent problems. Based on the research paradigm of top-executive compensation and enterprise performance, the paper studies the influence of enterprise governance structure and owner's controlling rights on top-executive compensation with the data of top three executives' compensation in listed private enterprises from 2006 to 2009 and some other data.

Firstly, the paper reviews some literatures on correlation and determination mechanism between top-executive compensation and enterprise performance, summaries the basic factors affecting compensation-performance problem, and establishes the basic framework of model based on former researchers' work. Results show that business performance and enterprise scale are the two most significant factors affecting top-executive compensation for private enterprises. Then dummy variables are established to discuss the incentive and constraint effect of enterprise governance structure and owner's controlling rights on top-executive compensation. According to the results, some conclusions are found: 1. Favorable governance structure of the board has more incentive effect than its constraint effect on top-executive compensation and Stewardship Theory can be used to partly explain problems of listed private enterprises with some practical significance. 2. top-executive compensation of "Reorganized Private enterprise" (a private enterprise which are reorganized from a state-owned enterprise after listing) is relatively lower, and its incentive is weaker than that of "Original Private Enterprise". 3. A private enterprise whose final controller has a background of state-owned enterprise pays

higher top-executive compensation, but can't avoid high agency cost due to controller vacancy. 4. If a listed private enterprise is controlled by pyramid structure, its senior officials have more motivation and opportunity to abuse their power and get excess earnings, since relatively dispersed and complex structure weaken controller's supervision on executives.

Keywords: private company; top executive compensation; corporate governance

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究目的	2
1.3 研究方法和框架	3
第二章 文献综述	6
2.1 与薪酬-业绩相关理论基础	6
2.1.1 委托-代理理论.....	6
2.1.2 最优契约理论.....	7
2.1.3 管理层权力理论.....	8
2.1.4 乘员理论.....	8
2.1.5 小结.....	9
2.2 关于薪酬-业绩相关性研究的文献	9
2.2.1 薪酬与业绩不相关的文献.....	10
2.2.2 薪酬与业绩相关的文献.....	11
2.2.3 关于薪酬-业绩相关性研究的小结.....	14
2.3 关于薪酬-业绩敏感性影响机制的文献	14
2.3.1 董事会结构.....	14
2.3.2 管理层权力.....	16
2.3.3 高管个人特征.....	16
2.3.4 股权集中度.....	17
2.3.5 小结.....	17
第三章 研究设计	19
3.1 研究假设	19
3.2 模型设计.....	22
3.3 样本数据来源及筛选	23
3.4 变量选择及处理	23

3.4.1 因变量.....	23
3.4.2 自变量.....	24
3.4.3 控制变量.....	26
第四章 实证分析.....	29
4.1 主要变量描述性统计分析.....	29
4.2 变量相关性统计分析.....	32
4.3 变量多元回归计量模型分析.....	33
4.3.1 假设 1 的检验与讨论.....	33
4.3.2 假设 2 的检验与讨论.....	36
4.3.3 假设 3 的检验与讨论.....	38
4.3.4 假设 4 的检验与探讨.....	40
4.3.5 假设 5 的检验与探讨.....	42
4.3.6 综合模型.....	45
4.4 稳健性分析.....	46
第五章 研究结论与建议.....	47
参考文献.....	49
致谢.....	54

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 The Background of Research.....	1
1.2 The Purpose of Research.....	2
1.3 Research Approach and Construction.....	3
Chapter 2 The Summary of Literature.....	6
2.1 Related Theories about Compensation.....	6
2.1.1 Principal-agent Theory.....	6
2.1.2 Optimal Contract.....	7
2.1.3 Managerial Power Theory.....	8
2.1.4 Stewardship.....	8
2.1.5 The Summary.....	9
2.2 The correlation between Compensation and Performance.....	9
2.2.1 Uncorrelation between Compensation and Performance.....	10
2.2.2 Correlation between Compensation and Performance.....	11
2.2.3 The Summary.....	14
2.3 The Literature on The Sensitivity of Compensation and Performance	14
2.3.1 The Structure of Board.....	14
2.3.2 Managerial Power.....	16
2.3.3 Characteristic of Senior Management.....	16
2.3.4 Ownership Concentration.....	17
2.3.5 The Summary.....	17
Chapter 3 The Design of Research.....	19
3.1 Research Assumption.....	19
3.2 Model Design.....	22
3.3 Source of Data.....	23
3.4 Variable Definition.....	23

3.4.1 Independent Variable.....	23
3.4.2 Dependent Variables	24
3.4.3 Control Variables.....	26
Chapter 4 Empirical Analysis.....	29
4.1 Describing Statistic.....	29
4.2 Correlation Analysis	32
4.3 Multiple Regression	33
4.3.1 The Model of Assumption 1.....	33
4.3.2 The Model of Assumption 2.....	36
4.3.3 The Model of Assumption 3.....	38
4.3.4 The Model of Assumption 4.....	40
4.3.5 The Model of Assumption 5.....	42
4.3.6 Ultimately Model	45
4.4 Robustness Test	46
Chapter 5 Conclusions and Suggestions.....	47
References.....	49
Acknowledgements	54

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

高管薪酬与公司业绩间的关系无论是在企业界，还是在学术界都是一个充满争议的热点。20 世纪末美国 CEO 高薪现象曾一度引起过社会的广泛关注，质疑这些高管获取的天价薪酬是否真正价有所值。而后来在 2008 年金融危机爆发之后，因巨额亏损陷入困境的美国 AIG 公司却仍旧向高管支付了高额的奖金，而且动用的还是政府救助资金。无独有偶，2008 年国内大多数企业在盈利水平下滑的同时，公司高管的薪酬却仍在走高。我国 30 年经济高速发展的成果也使得不少国企高管所获良多，“限薪令”的出台再次将高管薪酬问题推向社会焦点。

一直以来，不少学者对这个问题进行了研究。但令人惊异的是，这个问题并没有得到很好的解释和解决，甚至出现相互矛盾的结论。这些矛盾主要体现在高管薪酬与公司绩效之间究竟存在多大的关联度，薪酬与绩效之间是否存在确定的因果关系，薪酬对绩效的激励与制约效用，影响薪酬和业绩敏感度的因素等方面，而这些问题在现代企业的产权制度下又显得尤为重要。制度是一柄双刃剑，解决好了这个问题，不仅有助于企业经营绩效的提升，也是对协调股东、经理人和其它利益相关者之间的利益合理分配具有指导作用。

尽管我国薪酬-业绩问题之间的关联性至今仍未得到完全一致的定论，但是随着市场化的不断深入，从国企改革引发的薪酬定价市场化，再到民营企业控制权与经营权的不断分离，都意味着高管的薪酬与公司业绩绑定的趋势会越来越明显。特别是对于上市公司而言，资本市场对于上市公司的监督和要求更加严格，高管薪酬问题也越来越受到投资者的关注。市场的竞争也日趋激烈，上市公司制定的高管薪酬机制，一方面要能够激励高管努力工作，以良好的业绩回报股东，另一方面又要有效的制约高管利用权力谋取不当的私益。如何才能较好的平衡这个问题？由于高管行为是复杂多变、难以揣测的，受到很多因素（如行业、地区、个人特征、产权与制度、公司治理结构，以及不同的时期等等）的影响，所以就需要先对各种情况下高管薪酬与业绩的关联性进行研究，才能有针对性的解决问题。可喜的是很多学者在这方面都做出了不少贡献，但是问题的复杂性使得还有更多的因素仍没有被关注到。

早期资本市场中的上市公司大多数都是国有企业，所以大多数关于薪酬与业绩领域问题的研究都是围绕国有企业进行的。而经过二十多年的改革开放，民营企业得到了迅猛的发展，尤其是随着创业板的推出，近几年新上市的公司中民营企业的数量越来越多，从资本市场的一些数据可以看出当前研究民营企业的重要性。截至 2010 年 3 月，第一、在中证指数系列产品中，有一个不为大众所熟知的产品，叫做中证民营 200 指数，该指数在过去五年中的走势，远远高于上证指数、沪深 300 等指数；第二，民企市值在 A 股总市值中虽然仅占 15%，但近 5 年内，A 股涨幅前 50 名中有 45%来自民企个股，涨幅前 25 名的股票中，50%来自民企；第三、沪深两市的民营企业上市公司股票已超过 700 只，其占比超过全市场的三分之一，为以民营企业为主题的实证研究有更充足的样本数据。

在我国当前经济增长面临的“调结构、保增长、促进民间投资”的大背景下，国家政策对于民营企业的支持更加有利；要实现产业结构的升级，就必须发展新兴产业，而这些新经济、新兴产业中，更多涌现出来的是民营企业，民营经济必将成为我国下阶段最为活跃的增长点。因此，研究民营企业中的高管薪酬和业绩的特点，为解决这个制度难题提供依据和解决方案，对促进民营企业的良性、快速的发展意义重大。

1.2 研究目的

对于高管薪酬和企业绩效问题的研究，专门针对民营企业样本进行考察的研究相对较少，一方面可能是由于早期资本市场中民营上市公司数量偏少，研究民营上市公司的样本不像国有企业那样丰富充足；另一方面如果是研究非上市公司，就需要自行调查数据，虽然也有学者为之努力，但毕竟采集数据的成本和难度较高。因此，随着近几年民营上市公司的大量增加，信息披露也日趋完善，民营企业在经济发展中的地位和作用更加突出，使得民营企业会逐渐受到更多研究者的重视。此外，公司治理结构对于企业的长远发展意义重大，能够上市的民营企业大多数都具有较规范的治理结构水平，也是大多数非上市民营企业的一个效仿趋势，研究上市民营企业对于其他大多数企业具有借鉴和指导意义。因此，本文选择在我国资本市场上市的民营企业作为研究对象。

在具体的研究内容上，不同学者的侧重点不全相同。有的从公司治理结构层

面进行分析，这也是受到大量关注的经典领域；还有的从行业、管理层权力、财务结构等层面研究。学术界对这些层面问题的讨论也相对比较充分了，在此基础上，本研究由于考虑到中国民营企业其独有的特点，希望从公司治理结构和所有者控制权层面展开讨论，更加深入的分析民营上市公司的薪酬业绩问题。本文准备研究以下几个方面的因素。

首先，结合前人的研究经验和结论，验证并探讨企业绩效、企业规模、资本结构、区位经济发达程度等一些经典因素对民营企业高管薪酬影响的适用性，并以此作为为后续研究的基础结构。

其次，公司治理结构会影响企业高管的行为选择，不仅能够激励高管更加努力地工作，也能对高管形成有效的监督。良好公司治理结构对高管薪酬的影响有重要的现实意义，因此，本文希望考察公司治理结构因素对高管薪酬的激励和制约效果和程度。

第三，部分上市民营企业是由国有企业民营化改制而来的，很多研究都发现国企民营化并没有达到预期的效果。因此，本文希望考察国企民营化的过程是否仍使上市公司烙有“国企”的印记，从而比较国企民营化的改制型民营企业与原生型民营企业在高管激励机制上是否有所不同。

第四，本文所定义的民营上市公司，是指上市公司的直接控制人是自然人或家族的民营企业，但实际上最终控制人不一定是自然人或家族。最终控制权会导致更多复杂的关联后果，不仅无助于降低代理成本，反而会使企业的“民营”性质变了味。因此，本研究希望探索具有不同类型最终控制人的民营企业相互间的薪酬-业绩敏感性问题的。

第五，我国很多企业都采用了金字塔式控股模式，股权的分散和控制链的拉长会加大控制人、中小股东和管理层之间博弈的复杂性，产生更加复杂的委托-代理问题。因此，本研究还将进一步考察最终控制人控股上市民营公司的模式，通过薪酬业绩研究范式分析管理层与最终控制人之间的激励和制约情况。

1.3 研究方法和框架

本文主要采用实证研究的方法，建立多元回归模型，并结合模型的回归结果进行分析和讨论，总结通过研究得出的结论以及解决问题的思路。全文各部分内

容的结构框架如图 1-1 所示：

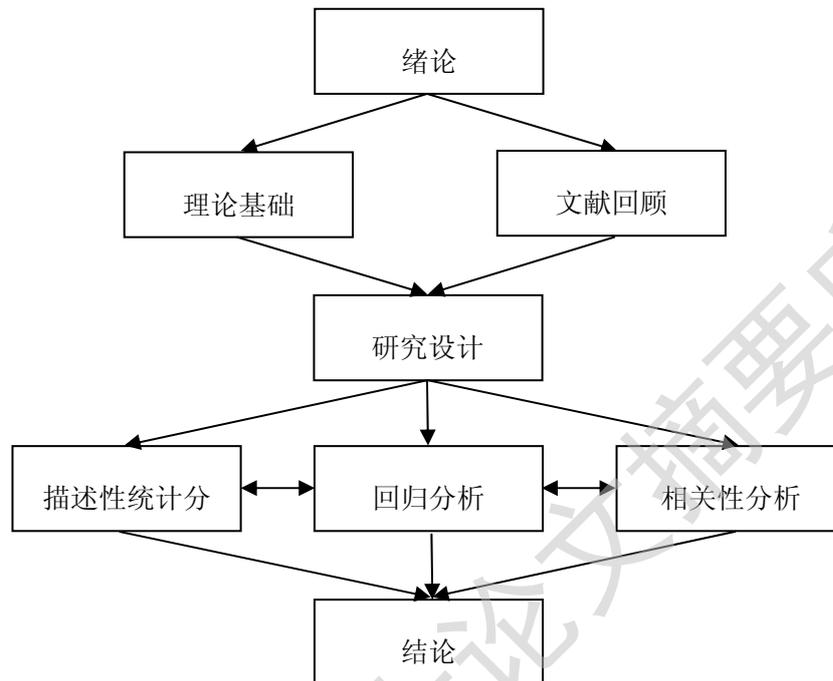


图 1-1 本文研究技术框架及路线

第一部分是研究绪论，主要是阐述引出本文拟研究问题的背景和意义，并概述研究的目标方向。

第二部分是文献回顾与综述，首先，介绍国外学者对本研究所涉及理论基础的的分析；其次，考虑到众多学者对于薪酬与业绩相关性的问题没有形成一致结论的现象，将这类的研究文献分成两类进行回顾，一类是高管薪酬和企业业绩之间具有显著相关性的文献，另一类是二者之间没有显著相关性的文献。最后，回顾近年来学者对于该领域问题进行拓展研究的情况，并进行相应的总结和评价。

第三部分是研究设计，基于对文献的梳理，在了解目前该问题研究进展程度的基础之上，结合本文的研究目的，从理论上提出问题的假设，并据此设计模型的基本架构，以及所需变量的选择依据和定义，最后对数据的来源和处理方式进行说明。

第四部分是实证研究，分为三个层次进行。首先是对变量进行描述性统计分析，了解变量数据的基本特征；然后对变量之间的相关性进行检验，一方面作为下一步回归模型的技术基础，另一方面对需要研究的问题进行初步的分析判断；

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库