

民营参股对国有上市公司 薪酬契约有效性的影响研究

张伟华 姚艺 牛伊宁 高冰莹

摘要：合理的薪酬激励制度是降低公司委托代理成本和管理层道德风险的重要手段，也是历次国有企业改革的重要内容。本文以A股国有上市公司为对象，研究民营参股对其薪酬契约有效性的影响。结果表明，国有企业引入民营股东能够显著提高其薪酬业绩敏感性，从而提高国有企业薪酬契约的有效性。民营股东提高持股比例以及委派董事能够显著提高薪酬业绩敏感性。进一步研究表明，控制链条较长的国有企业中，民营参股对薪酬业绩敏感性的提高作用更显著。本文的研究结论对深化国有企业混合所有制改革有一定的参考价值。

关键词：国有企业；民营股东；薪酬业绩敏感性；混合所有制改革

中图分类号：F832.51；F275；F271 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)06-0026-11

一、引言

在现代公司治理机制中，合理的薪酬激励制度是降低公司委托代理成本和管理层道德风险的重要手段。根据科斯定理，在权利与义务不对等的情况下，当事双方可以通过市场机制及讨价还价达成有效的薪酬契约，从而实现社会效益最大化。根据最优契约理论，如果能够根据代理人的业绩决定其薪酬，那么可以充分调动其参与经营管理的积极性，从而实现和管理层的有效激励。因此，薪酬业绩敏感性一直以来都是评估公司薪酬契约有效性的重要

标准。国有企业高管薪酬激励制度改革一直是改革的重点和难点，同时也是职工关心、社会关注的热点问题(邵宁，2014)。现实中，国有企业高管兼具“干部”和“职业经理人”双重身份，在很长一段时期，国企高管的薪酬水平存在一定的争议。而民营企业经营目标相对单一(即股东财富最大化)，制度更加灵活，因此相比于国企，更容易建立市场化的薪酬激励体系。

现有文献发现，引入非国有资本在改善国有企业公司治理方面发挥了积极作用，包括降低国有企业的政策性负担、实现规模效应、提升经营绩效、优化资源配置、增强

收稿日期：2020-08-17

基金项目：国家社会科学基金十九大专项重大项目(18VJ068)；国家社会科学基金项目(17BJY211)；国家自然科学基金面上项目(71672003)；北京市属高校高水平教师队伍建设支持计划青年拔尖项目(CIT&TCD201804024)

作者简介：张伟华，北京工商大学商学院副教授，管理学博士；

姚艺，德勤华永会计师事务所；

牛伊宁，中央财经大学会计学院本科生；

高冰莹，北京工商大学商学院硕士研究生。

创新力、改善激励等(陈林和唐杨柳, 2014; 王业雯和陈林, 2017; 杨志强和李增泉, 2018; 蔡贵龙等, 2018a)。但是, 上述研究大多基于“非国有股东”这一主体对国有企业的影响, 将民营、外资和一些机构投资者等股权合并计算, 并未区分不同股权性质的股东所带来的影响, 且主要采用“前十大股东”中全部非国有股东持股比例之和进行研究, 未充分考虑单一民营股东的影响力问题。事实上, 与机构投资者、外资股东相比, 民营股东参股国有企业的动机和参股后的行为方面均有差异。参股动机方面, 机构投资者作为财务投资者持股国有上市公司单纯为获得财务收益, 而外资股东持股动机较多元, 除获得财务收益外, 还希望能利用国有企业的渠道优势, 进入中国市场。但外资股东由于受到文化、信息获取便利性等方面的限制, 对所参股国有企业的影响较小。而民营股东参股国有企业, 除考虑财务收益外, 更看重与国有企业资源的协同(王斌, 2020), 因此相比机构投资者等单纯的财务投资者, 更有动力去参与国有企业的经营决策。同时, 与外资股东相比, 民营股东自身在本土化经营中积累的经验和能力, 以及在信息搜集方面的便利性, 使得其能深入国有企业的经营管理, 对所参股国有企业影响的能力更强。

本文以2007~2017年沪深A股非金融类国有上市公司为主要对象, 研究民营参股对国有上市公司治理机制的影响。结果表明, 民营参股国有企业能够显著提高其高管薪酬业绩敏感性, 促进国有企业薪酬激励机制更加市场化; 民营股东提高持股比例以及委派董事参与公司治理能显著提高国有企业高管的薪酬业绩敏感性。进一步研究发现: 控制链条较长的国有上市公司, 民营参股对国有企业薪酬激励市场化的促进效果更显著。控制“自选择”问题和“限薪令”影响后本文结果仍然成立。

本文的贡献主要体现在以下几个方面:

第一, 现有对混合所有制企业的研究文献大多基于“非国有股东”这一主体进行分析, 未区分不同股权性质的股东所带来的影响。本文聚焦民营股东参股对国有企业公司治理效果的影响, 具有较强的实践意义。同时, 本文基于手工搜集的国有上市公司民营股东持股数据, 考虑民营股东之间的关联关系, 并选择3%和5%作为股东影响的分界, 研究“重要民营股东”参股对国有企业高管薪酬激励的影响, 补充了现有混合所有制改革与公司治理的研究文献。第二, 现有研究的出发点大多是除大股东外的其他重要股东出于自身利益的保护, 有动力监督大股东

的行为, 从而改善公司治理和公司绩效。民营参股国有上市公司, 双方合作的共同目的是提升企业价值, 使股东获得回报(郝阳和龚六堂, 2017)。本文以“资源互补”初衷下的机制融合为切入点, 补充了已有研究的理论视角。第三, 目前混合所有制改革是国企改革的重点之一, 但混改对象的选择、混改后体制机制的变化等一系列问题均处于探索阶段。本文关于民营大股东参股国有上市公司后治理机制变化的研究, 可以为当前国有企业混合所有制改革提供参考。

二、文献综述与理论分析

股权结构会影响公司的股东行为, 进而对公司治理产生重要影响。资本市场上广泛存在多个大股东并存的股权结构(Bennedsen和Wolfenzon, 2000), 学者们普遍认为这种股权结构能提高公司的市场价值(Paolo, 2002)。Attig等(2009)发现多个大股东并存的结构对价值的提升效应在代理成本较高的公司中更为明显。Attig等(2013)进一步发现多个大股东能改善内部监督, 缓解公司现金持有的代理成本。然而, 也有学者持不同看法, 周赫(2015)发现, 一味地通过提高其他大股东持股比例, 试图牵制控股股东, 并不能有效地提高企业价值。汤谷良和戴璐(2006)则通过案例研究, 发现如果公司外部的治理环境没有改善, 即使不存在控制权争夺, 股权制衡的公司中两个或多个大股东并存的股权结构也并不一定会改善公司治理。可见, 目前关于多个大股东的股权结构能否改善公司治理、提高公司绩效, 没有达成统一的结论。

股权异质性方面, 目前我国多数研究表明, 异质性股东会改善公司治理效果。涂国前和刘峰(2010)发现不同性质的股东制衡对民营大股东掏空上市公司具有不同的效果, 存在国有股东制衡的民营上市公司更有可能被民营大股东掏空, 而存在民营股东制衡的民营上市公司更不可能被民营大股东掏空。郝云宏和汪茜(2015)通过案例分析, 发现民营参股股东与国有控股股东的适度控制权争夺能够调节控股股东的自由裁量行为, 可以制衡大股东。刘运国等(2016)研究发现非国有股东在高层治理维度的参与有利于改善竞争性国有企业和地方国有企业内部控制质量。方明月和孙鲲鹏(2019)发现, 混合所有制改革对“僵尸国企”具有显著的治理效果。蔡贵龙等(2018a)研究发现, 竞争性国有企业和处于市场化程度较低地区的国有企业引入非国有股东(包括民营、外资等股东), 对高管薪

酬激励的作用更加显著。郝阳和龚六堂(2017)发现国有参股股东对民营企业面临的融资约束和税收负担问题能够起到一定的减轻作用,而民营参股股东则能增强国企经理层的薪酬业绩敏感性,并且市场化程度越低,异质性参股股东对企业绩效的影响越积极。杨兴全和尹兴强(2018)发现国有与非国有股权的融合程度与其现金持有水平正相关,且股权融合度在抑制超额持现的过度投资、增加企业研发投入等方面能起到积极作用。但是,也有学者对股东异质性的影响持怀疑态度。郑志刚(2015)认为非国有股东逐利的天性,会促使其谋求国有企业的资源,如政治关联和市场的垄断地位,影响混合所有制改革的进程。李建标等(2016)同样通过理论推导、实验研究对此观点表示支持。

从文献来看,现有关于异质性股东的研究主要存在以下不足:首先,前述研究大多采用“前十大股东”中全部非国有股东持股比例之和进行研究,并未考虑每个股东(考虑一致行动关系)的持股比例。根据我国《公司法》的规定,股东持股比例的大小会影响股东参与公司治理的程度。如果股东的股权比例很少,那么他们可能没有能力、也没有动力积极参与公司治理。因此,即使“前十大股东”中全部的非国有股东持股比例之和达到5%或者10%以上,但是每个股东(考虑一致行动关系)持股比例较低,也难以产生实质性影响。其次,前述文献是综合考虑非国有股东的影响,并未区分不同性质的股东,如民营、外资股东和机构投资者等对国有企业的不同影响,可能存在偏差。

(一)民营参与国有上市公司高管薪酬业绩敏感性

国有企业负责人作为代理人,其行为与国资监管者及国资所有者的利益并不完全一致,如果缺乏科学、有效的激励约束机制,就有可能产生代理问题和道德风险(兰有金,2019)。在国资委成立之前,国有企业负责人的薪酬管理方面存在一些问题,如企业负责人自定薪酬、薪酬分配与经营业绩脱钩等(邵宁,2014)。国资委成立后,围绕国有企业负责人的薪酬改革做了很多探索,比如实行年度经营业绩考核和任期经营业绩考核,国资委依据考核结果对企业负责人实施奖惩与任免。主业处于国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域,主要承担专项任务的商业类中央企业原则上实行工资总额预算核准制管理等。这些措施对于提升对国有企业负责人的激励,降低委托代理成本有很大的促进作用。虽然国有企业薪酬制度改革有了很大进步,但薪酬契约设计仍然比较单一,而且国家多次出

台国企高管限薪政策,使得国有企业管理层的薪酬管理与民营企业相比缺乏灵活性。不过,国有企业管理层具有企业家和干部两种身份,隐性的“升迁”激励一定程度会弥补薪酬激励的不足。此外,国有企业除承担通过生产经营促进国有资本保值增值的目标外,还承担着诸如保就业等的社会责任,除了顾及经济效益之外还要兼顾部分社会效益,因此股东财富最大化并不是国有企业的唯一目标。这些都弱化了国有企业的高管薪酬激励。

相比而言,民营企业委托代理关系更清晰,股东拥有资产完整的转让权和收益权,因此股东更有动力去激励代理人。同时,民营企业高管薪酬及职业发展通常与经营业绩挂钩更紧密,代理人面对较大的市场压力,从而使得民营企业的高管薪酬业绩敏感性更高。

民营参股国有上市公司后,为了提升企业价值,获得回报,自然希望其在实践中探索出来的经验和优势能够为上市公司所参考,为国有上市公司引入更加市场化的薪酬激励方式。一方面,民营股东入股国有企业,更看重资源的协同(王斌,2020),相比机构投资者等,更有动力参与国有企业的经营决策。另一方面,民营股东在以往经营中积累的经验,使其有能力深入国有企业的经营管理,对管理层努力程度的判断更加准确。由此,我们提出假设1:

假设1:国有上市公司引入民营资本后其高管薪酬业绩敏感性更高。

(二)民营参股比例与国有上市公司高管薪酬业绩敏感性

根据“经济人”假设,股东的持股比例会影响其经济行为。当股东持股比例很低时,通常会采用“搭便车”的方式参与公司治理。因为他们的行为难以对公司产生重大影响。同时,他们面临的风险和承担的损失较低,但是其参与公司治理所耗费的成本较高。因此在参与公司治理的收益和成本不匹配的情况下,作为理性经济人,持股比例较低的股东不会积极参与公司治理。

同理,当民营股东持股比例较低时,话语权的缺乏和成本收益的不匹配使得他们没有能力也没有动力积极参与改善国有企业的公司治理。当民营股东持股比例增加到一定程度时,他们能够通过投票表决等形式参与公司经营决策,表达自己的利益诉求。国有企业的盈利会为民营股东带来较大的收益,亏损也会使其遭受较大的损失。因此,随着民营股东持股比例的不断增加,民营股东为了获得股东利益最大化,会更加重视国有公司治理结构的完善,将高

管薪酬与经营产出相挂钩,激励其更加努力地提高国有企业的经营绩效,进而改善公司治理效果。由此,我们提出假设2:

假设2:民营股东的持股比例越高,国有上市公司高管薪酬业绩敏感性越高。

(三)民营股东委派董事进入国有上市公司与其高管薪酬业绩敏感性

董事会对股东会负责,并决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项。因此,股东向董事会中派驻董事,可以更全面地了解公司经营管理的的相关信息,为其决策制定提供帮助,同时派出的董事也能够董事会议中充分传达其股东的利益诉求,是股东实现其利益的重要途径。

国有企业除承担国有资本保值增值的经济责任外,还要履行社会责任。然而,多元化经营目标会弱化经营业绩在薪酬激励中的作用,由此会降低高管薪酬对业绩的敏感程度。相比于国有股东,民营股东通常会更加“逐利”,更为关注企业的经营绩效。民营股东向董事会中委派董事,为了实现自身利益,会更倾向于提高管理层薪酬设定中经营绩效的权重,采取更加市场化的薪酬激励制度,从而提高薪酬业绩敏感性。由此,我们提出假设3:

假设3:民营股东委派董事参与国有上市公司治理,会提高其高管薪酬业绩敏感性。

三、研究设计

(一)样本与数据来源

本文以2007~2017年沪深A股的非金融国有控股上市公司为样本,并进行以下处理:(1)根据上市公司的最终控制人,剔除了在2007~2017年实际控制人变为民营的上市公司;(2)剔除ST类公司;(3)对所有连续变量进行上下1%的Winsorize处理。最终得到8297个观测值。各年的样本量分布情况见表1。

(二)变量构建

1.被解释变量

借鉴方军雄(2009)、唐松和孙铮(2014)的研究,本文主要采用上市公司年报披露的“薪酬最高的三位董事薪酬总额”衡量高管薪酬,为了更符合正态分布特征,本文对薪酬最高的三位董事薪酬总额的平均数取自然对数,构建高管薪酬水平变量Pay_new。

2.解释变量

(1)民营参股国有企业的情况

表1 本文样本量各年分布情况汇总

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	合计
样本量N	663	627	690	762	768	745	770	763	747	859	903	8297
百分比%	7.99	7.56	8.32	9.18	9.26	8.98	9.28	9.20	9.00	10.35	10.88	100.00

表2 主要变量定义

	变量符号	变量名称	变量描述
被解释变量	pay_new	高管薪酬水平	公司“薪酬最高的三位董事薪酬总额”的平均数取自然对数
解释变量	performace	企业业绩水平	①EBIT_new,息税前利润的自然对数 ②netincome,净利润的自然对数
	Private_share5	民营参股	前十大股东中存在持股达到5%及以上的民营股东,则取值为1,否则为0
	Total_share5	民营股东总持股比例	前十大股东中持股5%及以上的民营股东总持股比例
	director5	民营股东派出董事	前十大股东中持股5%及以上的股东向上市公司派出董事,则取值为1,否则为0
控制变量	size	企业规模	企业资产总额的自然对数
	growth	企业成长性	(资产总计本期期末值-资产总计上年同期期末值)/资产总计上年同期期末值
	list	上市年限	企业上市年限
	debt_asset	资产负债水平	企业期末总负债与总资产的比值
	top1	股权集中度	第一大股东持股的比例

《证券法》第六十三条规定：“通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之五时，应当在该事实发生之日起三日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知该上市公司，并予公告”，即“举牌”。此外，《公司法》也对持股5%以上的股东减持股份、交易行为（如内幕交易和短线交易）、是否构成上市公司关联人等做出了详细的规定。因此，持股5%及以上的股东能够对公司的股权结构、经营发展、决策制定等起到重要影响，因此本文选用持股5%作为重要股东的判断标准，研究民营重要股东参股对国有上市公司薪酬激励的影响。

本文衡量民营参股的指标包括三类：国有企业是否存在持股5%及以上的民营股东参股、持股5%及以上的民营股东的总持股比例以及持股5%及以上的民营股东是否向国有企业派出董事。具体来说，构建如下三个指标：指标 Private_share5 为哑变量，即若前十大股东中存在持股达到5%及以上的民营股东（包括关联股东，下同），则取值为1，否则为0。指标 Total_share5，代表前十大股东持股中达到5%及以上的民营股东总持股比例。指标 director5 为哑变量，即若前十大股东中存在持股5%及以上民营股东向上市公司派出董事的情况，则取值为1，否则为0。

(2) 业绩水平

本文借鉴方军雄(2009)、蔡贵龙等(2018a)的研究，选取息税前利润的自然对数 EBIT_new 衡量企业的业绩，同时选取公司净利润的自然对数 netincome 作为参照。

3. 控制变量

借鉴Chen等(2013)、蔡贵龙等(2018a)等学者的方法，本文选取的控制变量包括：公司规模(size)、资产负债水平(debt_asset)、企业成长性(growth)、股权集中度(top1)、上市年限(list)和行业虚拟变量(ind)。

各变量定义汇总如表2所示。

(三) 模型构建

本文采用固定效应模型进行回归检验。为了检验假设1，构造如下模型：

$$pay_new = d_i + h_t + \alpha_1 Performance + \alpha_2 Performance \times Private_share5 + \alpha_3 Private_share5 + \sum Control + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设2，构造如下模型：

$$pay_new = d_i + h_t + \alpha_1 Performance + \alpha_2 Performance \times Total_share5 + \alpha_3 Total_share5 + \sum Control + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设3，构造如下模型：

$$pay_new = d_i + h_t + \alpha_1 Performance + \alpha_2 Performance \times director5 + \alpha_3 director5 + \sum Control + \varepsilon \quad (3)$$

其中，民营参股、民营股东总持股比例和民营股东派出董事与公司业绩的交互项系数 α_2 的显著性，是本文关注的重点，表示民营参股对国有上市薪酬业绩敏感性的影响是否显著。此外， d_i 和 h_t 分别为样本公司的个体固定效应和年度固定效应。

四、实证结果及分析

(一) 样本描述性统计

描述性统计结果如表3所示。从表中可以看出，高管

表3 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
pay_new	8 297	12.812	0.823	10.499	14.974
EBIT_new	8 297	19.571	1.514	16.274	23.737
netincome	8 297	18.999	1.668	15.047	23.363
Private_share5	8 297	0.141	0.348	0.000	1.000
Total_share5	8 297	0.019	0.057	0.000	0.564
director5	8 297	0.075	0.264	0.000	1.000
growth	8 297	0.193	0.439	-0.466	2.939
top1	8 297	0.400	0.154	0.114	0.771
size	8 297	22.536	1.367	20.062	26.651
debt_asset	8 297	0.500	0.192	0.089	0.881
list	8 297	12.096	6.040	0.000	27.000

薪酬水平的最大值为14.974, 最小值为10.499, 说明不同样本企业的高管薪酬水平差异较大。民营股东总持股比例的最大值为56.4%, 总体来看, 样本企业中民营参股情况差异较大。第一大股东持股比例top1的最大值和最小值的差值超过60%。此外, 资产负债水平平均值为50%, 企业成长性均值为19.3%, 样本企业的成长性较好。

(二)基本回归结果

1. 民营是否参股对国有上市公司高管薪酬业绩敏感性的影响

表4为民营参股与高管薪酬业绩敏感性的回归结果。第(1)、(2)列是以息税前利润EBIT_new为业绩衡量指标的回归结果。在第(1)列中, 没有加入控制变量, 企业业绩水平与民营持股交互项的系数为0.066, 在1%的水平上显

著。拟合优度R²为0.287, 拟合程度较好。在第(2)列中, 我们加入了控制变量, 交互项的系数仍在1%的水平上显著, 系数的估计值较为稳定, 基本没有发生变化。第(3)、(4)列为以净利润netincome为业绩衡量指标的回归结果。我们依然采用前两列的分析检验方法, 回归结果中交互项netincome × Private_share5的系数均为0.053, 且在1%的水平上显著。以上结果说明存在持股5%及以上民营股东的国有企业的薪酬业绩敏感性更高, 与假设1的预期相符。

2. 民营股东持股比例对国有上市公司高管薪酬业绩敏感性的影响

表5为民营股东持股比例对国有上市公司高管薪酬业绩敏感性影响的回归结果。第(1)和(2)列中企业业绩水平与民营持股比例交互项的系数分别为0.424和0.429, 均

表4 民营参股对国有上市公司高管薪酬业绩敏感性影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
EBIT_new	0.164*** (18.70)	0.142*** (13.38)		
netincome			0.118*** (18.70)	0.100*** (14.28)
EBIT_new × Private_share5	0.066*** (4.56)	0.067*** (4.60)		
netincome × Private_share5			0.053*** (4.19)	0.053*** (4.15)
Private_share5	-1.235*** (-4.41)	-1.256*** (-4.50)	-0.960*** (-4.02)	-0.956*** (-4.03)
growth		-0.040*** (-3.23)		-0.043*** (-3.54)
top1		-0.253*** (-2.63)		-0.267*** (-2.79)
size		0.100*** (5.58)		0.140*** (8.59)
debt_asset		-0.279*** (-4.64)		-0.145** (-2.36)
list		0.199** (1.98)		0.196* (1.96)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.287	0.294	0.287	0.297
N	8 297	8 297	8 297	8 297

表5 民营股东持股比例对国有上市公司高管薪酬业绩敏感性影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
EBIT_new	0.165*** (18.90)	0.143*** (13.48)		
netincome			0.120*** (19.00)	0.102*** (14.50)
EBIT_new × Total_share5	0.424*** (4.17)	0.429*** (4.23)		
netincome × Total_share5			0.276*** (3.26)	0.276*** (3.28)
Total_share5	-7.692*** (-3.94)	-7.857*** (-4.03)	-4.727*** (-2.99)	-4.764*** (-3.03)
growth		-0.040*** (-3.27)		-0.044*** (-3.56)
top1		-0.239** (-2.49)		-0.252*** (-2.63)
size		0.100*** (5.60)		0.141*** (8.62)
debt_asset		-0.272*** (-4.53)		-0.137** (-2.23)
list		0.186* (1.86)		0.177* (1.77)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.287	0.294	0.287	0.297
N	8 297	8 297	8 297	8 297

在1%的水平上显著。同样,第(3)、(4)列中交互项的系数也显著为正(均为0.276),在1%的水平上显著。上述结果说明民营股东的持股比例越高,国有上市公司高管薪酬业绩敏感性的水平越高,与假设2的预期相符。

3. 民营股东派出董事对国有上市公司薪酬业绩敏感性的影响

表6为民营股东派出董事参与国有上市公司治理对其薪酬业绩敏感性的影响的回归结果。不论是以息税前利润EBIT_new还是以净利润netincome为业绩衡量指标,其与民营股东派出董事的交互项均在1%的水平上显著。其中,以息税前利润为业绩评价指标的交互项系数为0.087,以净利润为业绩评价指标的交互项系数为0.070。以上结果与假设3相符。

表6 民营股东派出董事对国有上市公司薪酬业绩敏感性的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
EBIT_new	0.167*** (19.34)	0.145*** (13.78)		
netincome			0.120*** (19.41)	0.103*** (14.80)
EBIT_new × director5	0.087*** (4.50)	0.087*** (4.50)		
netincome × director5			0.070*** (4.25)	0.070*** (4.24)
director5	-1.640*** (-4.38)	-1.642*** (-4.41)	-1.280*** (-4.10)	-1.275*** (-4.12)
growth		-0.039*** (-3.21)		-0.043*** (-3.54)
top1		-0.264*** (-2.75)		-0.273*** (-2.86)
size		0.101*** (5.63)		0.141*** (8.62)
debt_asset		-0.278*** (-4.65)		-0.147** (-2.40)
list		0.195* (1.95)		0.195* (1.96)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.286	0.294	0.287	0.297
N	8 297	8 297	8 297	8 297

(三)拓展性检验

1. 控制“自选择”(Self-selection)问题影响

前文已经论证了民营股东参股能够显著提高国有上市公司的薪酬业绩敏感性,但这种检验结果的隐含假设是,对于不同规模、成长性的国有上市公司,民营企业的参股选择是无偏的。但事实上,民营企业入股国有企业的决策并不随机,民营企业在参股决策时可能会选择薪酬业绩敏

表7 控制“自选择”问题影响的检验结果
(以息税前利润为业绩评价指标)

	(1)	(2)	(3)
EBIT_new	0.206*** (9.68)	0.207*** (9.75)	0.211*** (10.04)
EBIT_new × Private_share5	0.091*** (3.21)		
EBIT_new × Total_share5		0.490*** (3.11)	
EBIT_new × director5			0.115*** (2.72)
Private_share5	-1.602*** (-2.96)		
Total_share5		-8.450*** (-2.77)	
director5			-2.127*** (-2.64)
growth	-0.229*** (-9.65)	-0.232*** (-9.71)	-0.228*** (-9.56)
top1	1.555*** (5.49)	1.579*** (5.57)	1.559*** (5.48)
size	0.117*** (4.67)	0.118*** (4.76)	0.115*** (4.62)
debt_asset	-0.125 (-1.31)	-0.121 (-1.27)	-0.123 (-1.29)
list	0.051*** (10.38)	0.052*** (10.53)	0.051*** (10.44)
Lambda	-1.193*** (-9.83)	-1.201*** (-9.95)	-1.221*** (-10.04)
个体固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
R ²	0.282	0.283	0.279
N	8 297	8 297	8 297

感性较高的国有上市公司，因此前文回归结果可能受到样本“自选择”问题的影响。

本文采用 Heckman 两阶段回归方法控制“自选择”问题的影响。在第一阶段影响民营参股决策的 Probit 模型回归中，除控制国有企业的规模、成长性等财务因素外，还借鉴方明月等(2019)及蔡贵龙等(2018b)，控制了国有企业所在地区的市场质量——以王小鲁等(2019)的分省份市

场化指数衡量和当地政府的放权意愿——以所在地区当年地方财政收入与财政支出的差额占地区 GDP 的比重衡量两个因素。第一阶段模型计算出的逆米尔斯比率(λ)作为控制变量放入模型(1)~(3)。表7和表8为不同业绩指标下第二阶段回归结果。表7中，以息税前利润 EBIT_new 为业绩评价指标，本文三个假设重点关注的交互项均为正，且在1%的水平上显著。表8以净利润 netincome 为业绩衡量指标的结果也一致。以上检验结果说明“自选择”问题并不影响本文结果的稳健性。

表8 控制“自选择”问题影响的检验结果
(以净利润为业绩评价指标)

	(1)	(2)	(3)
netincome	0.166*** (11.46)	0.169*** (11.71)	0.170*** (11.92)
netincome × Private_share5	0.083*** (3.45)		
netincome × Total_share5		0.429*** (3.42)	
netincome × director5			0.098*** (2.88)
Private_share5	-1.410*** (-3.17)		
Total_share5		-7.022*** (-2.99)	
director5			-1.755*** (-2.79)
growth	-0.236*** (-10.00)	-0.239*** (-10.10)	-0.235*** (-9.91)
top1	1.392*** (4.98)	1.419*** (5.08)	1.398*** (4.98)
size	0.150*** (7.47)	0.150*** (7.50)	0.150*** (7.43)
debt_asset	0.090 (0.91)	0.095 (0.96)	0.088 (0.89)
list	0.049*** (10.26)	0.050*** (10.39)	0.050*** (10.28)
Lambda	-1.126*** (-9.43)	-1.134*** (-9.55)	-1.154*** (-9.66)
个体固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
R ²	0.294	0.294	0.290
N	8 297	8 297	8 297

2. 不同控制层级国有企业引入民营股东的薪酬业绩敏感性差异

一般而言，控制层级越多，底层企业距离最终控制人

表9 控制层级对国有企业薪酬业绩敏感性影响的分组回归结果

	高控制层级组 (layer>=2)		低控制层级组 (layer<2)	
EBIT_new × Private_share5	0.056*** (3.29)		0.072* (1.74)	
netincome × Private_share5		0.044*** (3.01)		0.037 (1.08)
EBIT_new	0.143*** (12.24)		0.097*** (2.89)	
netincome		0.105*** (13.56)		0.069*** (3.31)
Private_share5	-1.077*** (-3.29)	-0.823*** (-3.01)	-1.292 (-1.61)	-0.596 (-0.92)
growth	-0.039*** (-2.83)	-0.044*** (-3.26)	-0.027 (-0.82)	-0.023 (-0.69)
top1	-0.151 (-1.40)	-0.166 (-1.56)	-0.874*** (-2.85)	-0.899*** (-2.94)
size	0.105*** (5.24)	0.141*** (7.70)	0.094 (1.61)	0.128** (2.41)
debt_asset	-0.253*** (-3.84)	-0.112* (-1.67)	-0.188 (-0.95)	-0.081 (-0.41)
list	0.220* (1.85)	0.221* (1.86)	0.230 (1.06)	0.199 (0.92)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.289	0.294	0.284	0.285
N	7 008	7 008	1 264	1 264

表 10 民营参股对国有上市公司高管薪酬业绩敏感性影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
EBIT_new	0.151*** (15.66)	0.123*** (10.75)		
netincome			0.106*** (15.44)	0.088*** (11.69)
EBIT_new × Private_share5	0.061*** (3.98)	0.060*** (3.92)		
netincome × Private_share5			0.049*** (3.68)	0.047*** (3.53)
Private_share5	-1.149*** (-3.89)	-1.140*** (-3.88)	-0.905*** (-3.61)	-0.869*** (-3.49)
growth		-0.045*** (-3.58)		-0.049*** (-3.87)
topl		-0.150 (-1.42)		-0.168 (-1.59)
size		0.136*** (6.88)		0.169*** (9.28)
debt_asset		-0.245*** (-3.71)		-0.120* (-1.78)
list		0.089 (0.81)		0.085 (0.77)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.207	0.216	0.206	0.220
N	7 007	7 007	7 007	7 007

越远,其受到最终控制人的干预就越少(Fan等,2013),但是,控制层级的增加也会加大信息传递成本和代理成本(池国华等,2015)。因此,在一定范围内,控制层级多的国有企业更有可能采用更加市场化的激励机制,提高企业薪酬业绩敏感性。我们预期,控制层级较多的国有企业的薪酬业绩敏感性高于控制层级较少的国有企业。

我们手工搜集了国有上市公司的控制层级,并且按照控制层级的中位数2将所有样本划分为高控制层级组和低控制层级组,分别对模型(1)~(3)进行回归,回归结果见表9。回归结果显示,随着企业控制层级的增加,民营股东参股对国有企业薪酬契约有效性的影响会增强。

3.关于“限薪令”的影响

2009年我国人社部等六部门联合出台《关于进一步

规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(被称为“限薪令”),对国有企业高管的薪酬结构和水平、职务消费等作了规范。后续各地方国资部门也纷纷出台针对地方国有企业的“限薪令”。为了排除“限薪令”对本文的影响,本文剔除2007~2008年的数据,以2009年及以后年度样本再次进行回归,检验民营参股对国有高管薪酬业绩敏感性的影响。回归结果(如表10)表明,“限薪令”并未影响本文结果的稳健性。

除2009年的“限薪令”外,2014年,国家出台《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》,方案对中央管理企业负责人薪酬分配作了进一步严格规范。为进一步控制2014年“限薪令”对本文的影响,我们仅对2014~2017年的样本进行回归,检验民营参股对国有企业高管薪酬业绩敏感性的影响,模型主要系数的显著性均未发生变化(限于篇幅,结果未列示)。即两次“限薪令”均不影响本文结果。

4.稳健性检验

为了验证本文结果的稳健性,本文还选取“前十大股东”中持股比例超过3%的民营持股哑变量Private_share3为被解释变量进行检验。根据我国《公司法》的规定,“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会”。持股3%以上的股东拥有的提案权,是股东参与公司治理的重要权利,一定程度上会影响企业决策的制定。因此,我们搜集了持股3%及以上的民营股东的情况,包括持股3%及以上股东的持股比例和委派董事的情况,按照假设1~3的检验方法分别进行稳健性检验,结果与之前保持一致。此外,我们选择“薪酬最高的前三名高管薪酬总额”的自然对数作为薪酬衡量指标,对本文假设进行稳健性检验,回归结果显示无论以息税前利润(EBIT_new)还是净利润(netincome)作为业绩衡量的指标,其与民营参股、民营股东持股比例及是否委派董事的交互项均显著为正(由于篇幅限制,表格并未列出),说明本文研究结果具有稳健性。

五、研究结论及启示

本文以国有上市公司为主要研究对象,研究民营股东参股、民营股东持股比例和民营股东委派董事对国企薪酬契约有效性的影响,得到以下结论:民营股东参股国有企业可以显著提高国有企业的薪酬业绩敏感性,提高国有企业薪酬契约的有效性;民营股东在国有上市公司中持股比例越高,对其薪酬敏感性的影响程度越大;民营股东委

派董事参与国有公司的董事会决策,也能够显著提高国有企业薪酬业绩敏感性。进一步检验发现,控制链条越长的国有企业中,民营参股对薪酬业绩敏感性的提高作用越显著,可能的原因是,控制链条较长,会削弱政府对国有企业的干预。上述结论在控制内生性和“限薪令”影响后仍然成立。

本文的启示在于:在国企混合所有制改革中,应该更注重引入单一持股达到一定比例的重要股东,而不是只追求形式上的股权多元化。从过去的经验来看,分散的非国有资本入股国有企业尽管形式上实现了股权多元化,但很难给国有企业带来实质性改变。单一股东持股比例越高,越有动力和能力改善公司治理。因此,国有企业应注重引入持股5%及以上的战略投资者等积极股东,增加其在公司治理中的话语权,以期推动混合所有制改革发挥实效。

主要参考文献:

- [1] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018a,(5):137-149.
- [2] 蔡贵龙,郑国坚,马新啸,卢锐.国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革[J].经济研究,2018b,(9):99-115.
- [3] 常风林,周慧,岳希明.国有企业高管“限薪令”有效性研究[J].经济学动态,2017,(3):41-51.
- [4] 池国华,李昕潼,李昭英.政府干预背景下的EVA考核、金字塔股权结构与过度投资——来自国有上市公司的经验证据[J].财务研究,2015,(6):90-96.
- [5] 陈林,唐杨柳.混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J].经济学家,2014,(11):13-23.
- [6] 方军雄.我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J].经济研究,2009,44(3):110-124.
- [7] 方明月,孙鲲鹏.国企混合所有制能治疗僵尸企业吗?——一个混合所有制类啄序逻辑[J].金融研究,2019,463(1):95-114.
- [8] 郝阳,龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].经济研究,2017,(3):122-135.
- [9] 郝云宏,汪茜.混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J].中国工业经济,2015,(3):150-162.
- [10] 李建标,王高阳,李帅琦,殷西乐.混合所有制改革中国有和非国有资本的行为博弈——实验室实验的证据[J].中国工业经济,2016,(6):109-126.
- [11] 李强.基于分配视角的国有企业低效率解读[J].学术论坛,2016,302(3):59-62.
- [12] 刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究,2016,(11):61-68.
- [13] 汤谷良,戴璐.国有上市公司部分民营化的经济后果——基于“武昌鱼”的案例研究[J].会计研究,2006,(9):48-55+96.
- [14] 唐松,孙铮.政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J].管理世界,2014,(5):93-105.
- [15] 田妮,张宗益.“限薪令”会产生作用吗?——一个基于不完全契约视角的理论分析[J].管理评论,2015,27(4):122-131.
- [16] 涂国前,刘峰.制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据[J].管理世界,2010,(11):132-142.
- [17] 王业雯,陈林.混合所有制改革是否促进企业创新?[J].经济与管理研究,2017,38(11):113-122.
- [18] 杨兴全,尹兴强.国企混改如何影响公司现金持有?[J].管理世界,2018,(11):93-107.
- [19] 杨志强,李增泉.混合所有制、环境不确定性与投资效率——基于产权专业化视角[J].上海财经大学学报(哲学社会科学版),2018,20(2):4-24.
- [20] 郑志刚.国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径[J].证券市场导报,2015,(6):4-12.
- [21] 周赫.股权制衡、第一大股东更换对公司绩效的影响[J].中央财经大学学报,2015,(S1):25-33.
- [22] Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia[J]. Journal of Financial Research, 2009, 32(4):395-422.
- [23] Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Rizeanu, S. The governance role of multiple large shareholders: evidence from the valuation of cash holdings[J]. Journal of Management Governance, 2013, 17(2):419-451.
- [24] Bennedsen, M., Wolfenzon, D. The balance of power in closely held corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2):113-139.
- [25] Chen, Z., Guan, Y., Ke, B. Are stock option grants to directors of state-controlled Chinese firms listed in Hong Kong genuine compensation[J]. The Accounting Review, 2013, 88(5):1547-1574.
- [26] Fama, E.F., Jensen, M.C. Agency problems and residual claims[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2):327-349.

The Effect of Private Shareholdings on Pay Performance Sensitivity in SOEs

ZHANG Wei-hua, YAO Yi, NIU Yi-ning, GAO Bing-ying

Abstract: The incentive system is an important mechanism for reducing the agency costs and solving management moral hazard problem. It is also an important content of the SOE reforms. This paper studies the effect of private shareholdings on pay performance sensitivity in SOEs. The results show that the private shareholdings in SOEs can significantly improve their pay performance sensitivity and improve the effectiveness of SOEs' incentive mechanism. Moreover, increasing the shareholding ratio of private shareholders and appointing directors can significantly improve pay performance sensitivity. Further research shows that in SOEs with longer control chains, private shareholdings have more significant effect on pay performance sensitivity. The findings of this study have implications for deepening mixed ownership reform in SOEs.

Key words: state-owned enterprises; private shareholdings; pay performance sensitivity; mixed-ownership reform

(责任编辑 杨亚彬)