

文章编号: 1005-0523(2015)06-0122-10

所有权性质、高管薪酬与企业无关多元化

李胜楠¹, 曾格凯茜¹, 吴泥锦¹, 解延宏²

(1. 天津大学管理与经济学部会计与财务管理系, 天津 300072; 2. 天津财税智能化技术工程中心, 天津 300072)

摘要: 企业是否选择多元化及其多元化的类型对企业投资战略和价值将会产生深远影响。以 2008 年至 2013 年我国 A 股上市公司作为研究样本, 使用国泰安数据库, 对数据进行处理, 通过实证研究, 发现公司终极控制人性质对高管薪酬与公司无关多元化战略之间关系的影响有显著差异。在非国有终极控制的企业中, 高管当期货币化薪酬、股权性薪酬与无关多元化均呈显著负相关关系, 且股权性薪酬与无关多元化负相关程度更小; 但是在国有终极控制的企业中, 高管股权性薪酬与无关多元化呈显著负相关关系, 而高管当期货币化薪酬与无关多元化呈倒 U 型关系。这些结论为我国混合所有制改革以及高管薪酬的优化提供了重要的经验证据和启示。

关键词: 无关多元化; 高管薪酬; 所有权性质; 股票期权

中图分类号: F272.3 **文献标志码:** A

DOI: 10.16749/j.cnki.jecjtu.2015.06.020

多元化战略作为企业的一种长期发展选择, 受到了企业界高度重视。尽管学术界在企业多元化是否可以提升企业价值方面存在较大的理论争议, 但是除了受到政府严格管制的企业以外, 大量中国企业依然进行不同程度的多元化经营。

国内外学者主要从企业业绩、报酬率、风险以及发展能力等角度研究多元化战略^[1]。随着研究的深入, 学者们将多元化进行细分^[2], 按照行业相关性分为相关多元化与无关多元化, 而这两种多元化对于企业业绩的影响形式与机理并不相同。相关多元化并购有助于企业获得规模经济和行业实力^[3]; 而无关多元化并购则对企业业绩造成负面影响。企业选择相关多元化和无关多元化的动机和风险分散的侧重点具有明显异质性, 因此有必要将多元化战略进行细分研究。

基于委托代理理论, 众多学者认为无关多元化是在公司治理体系不完善时, 管理者提升自身利益的一种举措^[4]。而运行有效的高管薪酬契约会显著改善公司的投资效率和财务表现, 缓解由于代理冲突产生的相关问题^[5]。但是, 由于中国国有企业存在薪酬管制的原因, 国有企业和非国有企业对高管薪酬激励的方式存在巨大的差异。因此, 有必要进一步探究在不同产权背景下的薪酬形式是否对无关多元化产生不同影响。

本文基于最优契约观和经理人掠夺观, 以企业无关多元化战略作为研究对象, 充分考虑了国有企业在薪酬管制方面存在的制度差异, 考察不同产权背景下企业高管不同薪酬形式对无关多元化战略的治理效应或引发的代理问题, 丰富关于中国企业多元化战略的理论研究, 并为企业的多元化战略实践提供借鉴和启示。

收稿日期: 2015-08-09

基金项目: 国家自然科学基金青年项目(71002104); 国家自然科学基金项目(71172067); 国家社会科学基金青年项目(13CGL034)

作者简介: 李胜楠(1976—), 女, 副教授, 博士, 研究方向为公司治理与公司财务。

1 相关研究评述与研究假设

1.1 相关研究评述

Montgomery 认为解释企业多元化成因的理论主要有 3 个:代理理论、资源基础理论与市场势力理论,其中尤以代理理论为主^[6]。相关研究证明,由于管理者获取的个人利益与企业规模紧密相关^[7],毋庸置疑的是,多元化将导致企业规模的迅速扩大。由此,管理者为了自身利益会更倾向于多元化经营。因而,借助多元化,管理者可以实现企业规模的扩张而不是长期价值,从而损害了股东利益,因而在企业多元化经营过程中可能存在严重的代理问题^[8]。

但是,现有关于多元化的研究极少区分相关多元化和无关多元化。无关多元化是指企业进行非相关行业并购,进入与主业无关行业的一种战略行为。相较于相关多元化,无关多元化可以快速扩张企业规模,是实现企业规模增长的重要手段,并且在企业规模快速扩张中可能产生大量的个人私利。同时,进入不相关行业,可以帮助企业降低经营风险。因此,通过投资无关多元化项目,高管可以达到分散自身人力资本风险的目的。基于以上两个理由,管理者具有强烈的动机进行无关多元化。

作为缓解代理成本的一种重要手段,高管薪酬一直以来被认为是协调经理行为和股东目标的主要治理机制之一^[9]。高管薪酬可以弥补管理者的私人成本,或者抑制管理者寻求私人利益^[10]。目前学术界对于高管薪酬的理论研究有两大方向:最优契约观与经理人掠夺观。最优契约观认为高管获得的薪酬是其能力的体现。张亮亮等^[11]研究表明,在我国最优契约观有较强的适用性。与之相对应的是经理人掠夺观,认为制定经理人报酬的是经理人自己,因此,薪酬实际上是代理问题的一种体现。目前,运用这两种理论更多地是解释高管薪酬与公司业绩之间的相关关系,而研究高管薪酬与公司战略选择之间相关性的文献较少。本文从企业多元化的战略选择出发,基于最优契约观与经理人掠夺观,研究不同所有权性质下高管薪酬对无关多元化战略的影响。

对于薪酬的制定与管理,在我国存在着政府主导型与市场主导型两种不同的管理机制,国有企业薪酬管制是政府主导型薪酬制定系统的代表。与非国有企业相比,这种薪酬契约缺乏有效的激励效果,腐败与在职消费现象在国有企业中尤为严重。而股权激励作为一种新型的补偿方式,更多地体现了市场化特性,可以更为有效地对管理者进行激励^[12]。因而,将高管薪酬分为当期货币薪酬与股票期权两部分,分别研究其对于国有企业无关多元化的影响。

1.2 当前货币化薪酬、终极控制人性质与无关多元化

Bertrand 基于最优契约观,发现在确定经理人的报酬时,股东利用合理的报酬来减轻经理人的道德风险问题,使经理人能最大化股东财富^[13]。因此,合理的薪酬制定应会降低代理成本,促进管理者进行合理的多元化选择。

此外,基于经理人掠夺观,方军雄^[14]研究发现,对于不合理的薪酬体制而言,较低的薪酬会促使管理者谋取个人私利以弥补私人成本。因为高薪可以引发在任高管与来自内部和外部的潜在高管之间的竞争,进而驱使业绩的提升,所以高薪是在信息不对称程度较高的情形下,解决委托代理问题、抑制高管进行多元化选择的次优选择^[15]。因此,无论基于“最优契约观”还是“经理掠夺观”,市场化的企业中高管薪酬与企业无关多元化选择呈负相关,即薪酬越低,无关多元化选择倾向越强。因此,本文提出如下假设:

假设 1:非国有终极控制的企业中,高管当期货币化薪酬与企业无关多元化选择呈负相关。

在我国现有公司薪酬体系中,因为存在薪酬管制等原因,国有企业管理者整体薪酬显著低于非国有企业^[16]。行政干预、腐败、市场机制不完善等因素,使国有企业会计业绩受到人为影响,不能真实反映企业经营状况,因而通过会计业绩,经理人才能与努力无法得到有效补偿。许年行等^[17]研究认为,当 CEO 业绩与会计业绩相连时,薪酬并不能激励经理人努力与高效率行为。由于薪酬体系的不完善,无法合理减轻代理问题,薪酬与企业无关多元化选择之间的关系可能更不明显,即低薪导致的寻求无关多元化现象在国有企业中可能更不显著。

其次,对于国有企业高管而言,“薪酬”的表现形式可能主要是政治升迁以及相关政治诉求的达成。此外,国有企业高管一般具有政治身份,在行动上可能表现为对上级政府指令的服从和对自身机会主义行为的自我节制,则可以减弱薪酬激励无效导致的代理问题。由此,本文提出如下假设:

假设 2:与非国有终极控制的企业相比,在国有终极控制的企业中,高管当期货币化薪酬与无关多元化负相关程度更小。

1.3 股权激励、终极控制人性质与无关多元化

要使企业效率实现最大化,应要求剩余索取权应最大可能与剩余控制权相对应。基于最优契约观,Duru^[21]研究发现股票期权的授予可以有效矫正高管“短视”导致的企业价值的下降^[18]。Chen & Ma 研究表明,因为薪酬价值与股票价值挂钩,有利于被授予者与股东形成共同的利益和价值偏好,管理者将更注重长期股东收益,而非短期的私人收益,降低了管理者因谋求私人利益过度投资的倾向性^[19-20]。由此可见,股权有其独特的优越性,可减轻两权分离导致的信息不对称性,因此股权的与无关多元化呈负相关。

基于经理人掠夺观,Hayes^[21]认为股票期权等股权激励并不能降低企业经营风险。熊海斌等^[22]认为,股票期权是高管实现追求个人利益的一种手段。具体而言,张治理等^[23]研究认为,在股票期权背景下,高管可以通过操控股价,以降低授权价格为途径实现自身利益。Barron 研究发现,因为股权薪酬设计的问题,更为努力的管理者反而会导致股票授予价格的提升,因而加剧了信息不对称问题的产生^[24-25]。更进一步的,Holland^[26]发现,因为股票期权和限制性股票的产生,管理者更有动力修改财务报表,以获得不正当的超额利润。所以,基于经理人掠夺观,较高的股权激励使高管更容易获得超额薪酬以弥补其私人成本,从而减轻其寻求其他私利的倾向性。因此,无论基于委托代理理论还是经理人掠夺观,均存在如下假设:

假设 3:在非国有终极控制企业中,高管拥有的股权与企业无关多元化呈负相关。

宋晶,孟德芳^[27]研究表明,国有企业具有明显的二重性,所以既不能简单的使用市场化激励措施,也不可

将国有企业高管薪酬体制直接公务员化。自我国启动股权激励计划以来,国有企业中使用股权作为其激励计划更为谨慎。与之相反的是,马连福等^[28]研究发现,相对于受到国有企业内部实施的严格管制的当期货币化薪酬,股权激励计划作为一种额外的薪酬收入,受到的管制较少,其增加可以对管理者私人成本进行合理弥补,因而可以充分调动管理者积极性,减少由于代理冲突导致的无关多元化。相对于当期货币化薪酬而言,对于国有企业而言股票期权更多的基于公司市场表现,受到的干扰较少,是国有企业深化市场化进程的一部分,呈现出更多的市场化特性,进而可以减轻由于代理问题导致的无关多元化问题。相比于非国有企业,在国有企业中,由于货币薪酬的缺位,股票期权作为一种替代性契约,发挥了更为重要的作用。基于上文分析,股票期权可以有效的弥补国有企业薪酬契约的不足,是一种更接近市场化的薪酬工具,体现了更强的薪酬契约性。

由此,提出如下假设:

假设 4:与非国有终极控制的企业相比,在国有终极控制的企业中,高管拥有的股权与无关多元化呈负相关程度更大。

2 实证研究设计

2.1 样本选择

以《上市公司行业分类指引》作为划分上市公司经营所跨行业以及行业间相关性的主要依据。本文以国泰安数据库中 2008 年以前上市的全部 A 股上市公司为基础样本,取值区间为 2008—2013 年。剔除金融行业样本以及财务数据不全样本后,最终得到 5 010 个公司年有效样本。

2.2 变量设计

被解释变量为无关多元化,采用 EDI 衡量无关多元化。多元化指的是企业的产品或服务跨越一个以上产业的经营方式。无关多元化即指业务类型与公司主业无关的多元化类型。以证监会颁布的《指引》为基础,下列公式中 DU 代表无关多元化程度, DR 为相关多元化程度, DT 为总的多元化程度

$$\begin{cases} DR_j = \sum_{i \in j} p_i^j \ln\left(\frac{1}{p_i^j}\right) \\ DR = \sum_{j=1}^m DR_j P^j \\ DU = \sum_{j=1}^m p^j \ln\left(\frac{1}{p^j}\right) \\ DT = DR + DU \end{cases}$$

其中: j 表示企业的业务按照《指引》分为 j 个产业集群, 各个产业集群内部多元化程度加权即为相关多元化程度, i 代表每个经营业务单元销售收入占总销售收入的比例, 为 p_i^j 行业内 i 业务占 j 行业总销售收入的比例, m 为同一行业内 m 个不同业务, n 为 n 个不同的无关多元化行业; 以各个产业集群为单位计算熵指数即为非相关多元化程度, 即某公司主业内(如房地产业中物业), 不同业务熵指数为 DR_j , 行业整体熵指数为 DR , 与主业无关多元化熵指数为 DU 。(本文收集和计算无关多元化指标)

解释变量与控制变量如表 1。

表 1 变量说明表
Tab.1 Variable descriptions

变量类别	变量代码	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>EDI_unrelated</i>	无关多元化	与公司主要行业不同的行业熵值之和
解释变量	<i>lnSalary</i>	货币化薪酬	高管前三名薪酬总和的自然对数
	<i>LnOwnership</i>	股权激励	管理层持股数量的自然对数
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
	<i>Leverage</i>	负债比率	资产负债率
	<i>CFO</i>	经营活动现金流	经营活动产生的现金流净额与总资产的比例
	<i>Age</i>	上市年数	截止到 t 年公司已上市年数
	<i>Sh1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股占总股本的比例
	<i>Board</i>	董事会规模	董事人数
	<i>Supervisor</i>	监事会规模	监事会总人数
	<i>Duality</i>	董事长与总经理兼任情况	兼任则取值 1, 否则为 0
	<i>Q</i>	托宾 Q 值	托宾 Q 值, 用每股净资产表示非流通股的价值。

2.3 计量模型与研究方法

研究样本是 2008 年至 2013 年连续 6 年的非均衡面板数据, 根据 Hausman 检验值判断采用固定效应或者随机效应模型。构建计量模型:

$$EDI_unrelated = \alpha + \beta * lnSalary + \gamma * CV + \varepsilon \quad (1)$$

$$EDI_unrelated = \alpha + \beta * lnOwnership + \gamma * CV + \varepsilon \quad (2)$$

其中: α 为常数项, β 为自变量系数, γ 为控制变量系数, CV 为控制变量, ε 为随机项模型。模型(1)研究企业无关多元化与高管当期货币化薪酬的回归关系, 模型(2)研究企业无关多元化与高管股权激励的回归关系。之后分为国有终极控股与非国有终极控股两组分别进行讨论, 同时考虑高管薪酬与无关多元化的关系是否受到产权性质的影响。模型(1)考察货币化薪酬与无关多元化的相关性, 如果非国有终极控股企业组的为负, 则假设 1 成立, 若国有终极控股组的该系数小于非国有终极控制组, 则假设 2 成立。模型(2)考察股权激励与无关多元化的相关性, 结论与模型(1)相同。对于可能存在的复杂的非线性情况, 使用加入平方项的模型(3)进行检验分析, 其中 β_2 为解释变量平方项的系数, $lnSalary^2$ 为高管前 3 名薪酬总和自然对数的平方项, 模型(3)考察了高管当期薪酬与无关多元化的非线性关系

$$EDI_{unrelated} = \alpha + \beta_1 * \ln salary + \beta_2 * \ln salary^2 + \gamma * CV + \varepsilon \quad (3)$$

3 实证结果分析

3.1 高管当期货币化薪酬与无关多元化

表2为高管当期货币化薪酬与无关多元化的回归结果,即模型(1)回归结果。如表2所示,(1)(3)(5)表示高管当期货币化薪酬总量与无关多元化的固定效应线性回归结果。(2)(4)(6)表示高管当期货币化薪酬总量与无关多元化的随机效应线性回归结果。从表2中可以看出,模型应使用固定效应模型较为合适。对于样本总量而言,高管当期货币化薪酬与无关多元化线性关系并不明显,系数为-0.010, T 值为-1.533。但是将样本分为国有终极控股和非国有终极控股两组后发现,非国有终极控股企业中高管当期货币化薪酬与无关多元化系数显著为负,系数为-0.020,在0.05的水平上显著。说明在非国有终极控股企业中较低的高管薪酬会促使高管进行无关多元化,进而寻求个人私利。较高的薪酬则会弥补高管的个人成本,进而降低高管选择无关多元化的倾向,而合理的薪酬体系会根据高管能力进行派发,合理弥补高管私人成本,不会出现与无关多元化负相关情况,假设1得到验证。

但是对于国有终极控股的企业而言,当期货币化薪酬与无关多元化的线性回归并不显著,系数为0.014, T 值为0.991,说明由于高管薪酬管制的存在,国有企业高管薪酬并不能合理反映高管努力与否,因此并不能合理减轻代理成本,而高管是否选择无关多元化以进行私人成本的弥补并不取决于其薪酬高低,高管薪酬与无关多元化之间是否存在更为复杂的非线性关系,需要进一步讨论。

3.2 高管拥有股权与无关多元化

表3为高管股权激励与无关多元化的回归结果,即模型(2)回归结果。如表3所示,(1)(3)和(5)表示高管持有股权与无关多元化的固定效应线性回归结果。(2)(4)和(6)表示高管持有股权与无关多元化的随机效应线性回归结果。从表中数据可看出,应使用固定效应模型。对于样本总量而言,股权薪酬与无关多元化呈现显著的负向相关,系数为-0.012,在1%的水平上显著,回归结果明显优于当期货币化薪酬。对于非国有企业而言,股权薪酬与多元化显著为负相关,系数为-0.009,并在1%的水平上显著,假设3得到验证。说明在非国有企业中股票期权是一种较为有效的激励方式,可以合理弥补管理者私人成本,减轻由于代理成本导致的无关多元化。在国有企业中,股权薪酬与无关多元化同样显著为负,系数为-0.016,并在1%的水平上显著,说明股票期权可以抑制高管无关多元化的倾向,即对高管进行合理补偿。结果同时表示在国有企业中股权薪酬与无关多元化负相关的程度要大于相应的非国有企业相关系数-0.009,表明股票期权在国有企业中发挥更为显著的作用,假设4得到验证。

3.3 高管当期货币化薪酬与无关多元化非线性分析

如上文所述,国有企业高管当期货币化薪酬与无关多元化并不显著(系数为0.014),两者之间有可能存在更为复杂的非线性关系,因此对于国有终极控股公司而言,本文加入解释变量的平方项使用模型(3)重新进行回归。表4为国有企业高管当期货币化薪酬与无关多元化的非线性回归结果,即模型(3)回归结果。

表4中的(1)和(2)是国有控股公司中高管货币化薪酬与无关多元化的回归结果;(3)和(4)是国有控股公司中高管股权激励与无关多元化的回归结果。从表中数据可以看出,所有模型均应使用固定效应模型。从(1)可以看出,国有控股企业中高管当期的货币化薪酬的平方项系数为负,为-0.015,在1%的水平上显著,呈现倒U型模型,即过高或是过低的货币薪酬会导致国有企业CEO降低多元化的选择。过高的薪酬会弥补高管私人成本,使其不用冒风险进行无关多元化以寻求私利,而过低的薪酬则不能有效激励管理者,因为无关多元化的选择将消耗大量的高管私人成本,管理者将耗费时间与精力了解、筛选企业将要进入的行业,国有管理者更可能从政治、在职消费等其他角度弥补成本,多元化成为高管的次优选择。从(3)可以看出,国有终极控股公司中高管的持股情况与无关多元化不存在非线性关系,股权激励平方项系数为-0.001, T 值为-0.725。

表2 高管当期货币化薪酬对非相关多元化影响的计量分析结果

Tab.2 Measuring analysis result of the influence of executives' current monetization pay on unrelated diversification

变量名称	全样本		国有终极控制组		非国有终极控制组	
	(1) 固定效应	(2) 随机效应	(3) 固定效应	(4) 随机效应	(5) 固定效应	(6) 随机效应
货币化薪酬	-0.010 (-1.533)	-0.008 (-1.515)	0.014 (0.991)	0.018 (1.726)	-0.020** (-2.572)	-0.012** (-2.014)
公司规模	0.015** (2.328)	0.003 (0.732)	-0.006 (-0.330)	-0.028*** (-3.593)	0.009 (1.054)	0.008* (1.863)
负债比率	-0.022** (-2.061)	-0.020** (-2.524)	0.128** (2.285)	0.017 (0.467)	-0.023** (-2.143)	-0.019** (-2.37)
经营活动现金流	-0.089*** (-3.690)	-0.074*** (-3.229)	-0.101 (-1.643)	-0.110** (-1.988)	-0.076*** (-2.864)	-0.065*** (-2.591)
上市年数	-0.002 (-1.165)	0.004*** (4.156)	-0.005 (-1.112)	0.001 (0.426)	0.000 (0.040)	0.005*** (4.900)
第一大股东持股比例	-0.001*** (-2.586)	-0.000* (-1.767)	0.000 (0.177)	0.000 (0.801)	-0.003*** (-4.520)	-0.001*** (-3.633)
托宾 Q 值	0.000 (0.568)	0.000 (0.589)	-0.015* (-1.838)	-0.013** (-2.392)	0.000 (0.290)	0.000 (0.341)
董事会规模	-0.002 (-0.800)	-0.002 (-0.899)	0.007 (1.101)	-0.002 (-0.539)	-0.003 (-0.924)	-0.002 (-0.707)
监事会规模	0.009* (1.697)	0.006* (1.656)	0.004 (0.425)	0.001 (0.149)	0.000 (0.046)	0.004 (1.063)
董事长与总经理兼任情况	-0.012 (-1.229)	-0.001 (-0.08)	-0.004 (-0.145)	0.006 (0.285)	-0.005 (-0.513)	0.001 (0.115)
机构持股	0.000 (0.010)	0.007 (0.416)	-0.016 (-0.434)	0.008 (0.225)	-0.014 (-0.536)	-0.008 (-0.387)
信息透明度	0.000 (0.618)	-0.000 (-0.848)	0.001** (2.152)	0.000 (1.137)	0.000 (0.041)	-0.000* (-1.803)
管理费用率	0.005* (1.669)	0.005 (1.578)	-0.039 (-0.972)	-0.035 (-1.122)	0.007** (2.260)	0.006* (1.880)
常数项	0.044 (0.321)	0.173** (2.131)	0.017 (0.050)	0.530*** (3.173)	0.375** (2.084)	0.117 (1.240)

注:***,**, * 分别表示在 0.01, 0.05, 0.1 水平上显著。

表3 高管股权激励对非相关多元化影响的计量分析结果

Tab.3 Measuring analysis result of the influence of executives' stock option incentives on unrelated diversification

变量名称	全样本		国有终极控制组		非国有终极控制组	
	(1) 固定效应	(2) 随机效应	(3) 固定效应	(4) 随机效应	(5) 固定效应	(6) 随机效应
股权激励	-0.012*** (-4.287)	-0.008*** (-4.651)	-0.016** (-1.981)	-0.001* (-0.225)	-0.009*** (-2.970)	-0.006*** (-3.312)
公司规模	0.003 (0.378)	-0.003 (-0.519)	0.015 (0.636)	-0.029*** (-2.992)	0.020 (1.616)	0.008 (1.507)
负债比率	-0.001 (-0.062)	-0.014 (-1.553)	0.117* (1.690)	0.006 (0.138)	-0.009 (-0.726)	-0.015 (-1.623)
经营活动 现金流	-0.101*** (-3.145)	-0.083*** (-2.754)	-0.132* (-1.783)	-0.092 (-1.353)	-0.069* (-1.844)	-0.071** (-2.045)
上市年数	-0.002 (-1.087)	0.003** (2.136)	-0.013** (-2.210)	0.001 (0.587)	-0.002 (-0.849)	0.004*** (2.720)
第一大股东 持股比例	-0.002*** (-2.853)	-0.001** (-2.441)	-0.002 (-1.264)	0.000 (0.085)	-0.001* (-1.876)	-0.001** (-2.547)
托宾 Q 值	0.000 (0.527)	0.001* (1.859)	-0.012 (-1.085)	-0.012 (-1.350)	0.005** (2.056)	0.004*** (3.074)
董事会规模	-0.002 (-0.628)	-0.002 (-0.904)	0.012 (1.350)	0.003 (0.500)	-0.000 (-0.093)	-0.003 (-0.813)
监事会规模	0.012* (1.774)	0.004 (0.938)	-0.002 (-0.167)	-0.006 (-0.862)	0.014 (1.528)	0.006 (1.159)
董事长与总经理 兼任情况	-0.029** (-2.524)	-0.020** (-1.965)	-0.010 (-0.343)	-0.003 (-0.126)	-0.027** (-2.127)	-0.020* (-1.854)
机构持股	0.025 (0.945)	0.019 (0.850)	-0.023 (-0.393)	-0.012 (-0.281)	0.019 (0.582)	0.014 (0.544)
信息透明度	0.000 (0.069)	-0.000 (-0.662)	0.001 (1.113)	0.000 (0.734)	0.000 (0.053)	-0.000 (-1.426)
管理费用率	-0.016 (-0.570)	-0.038* (-1.682)	0.069 (1.431)	0.024 (0.611)	-0.175** (-2.032)	-0.120*** (-2.950)
常数项	0.337* (1.819)	0.353*** (3.660)	0.104 (0.213)	0.814*** (3.989)	-0.099 (-0.390)	0.077 (0.687)

注:***,**,* 分别表示在 0.01,0.05,0.1 水平上显著。

表4 国有终极控股公司中高管当期货币化薪酬、股权激励与无关多元化的非线性关系

Tab.4 Nonlinear correlation of executives' current monetization pay, stock option incentives and unrelated diversification in state-owned enterprises

变量名称	货币化薪酬		股权激励	
	(1) 固定效应	(2) 随机效应	(3) 固定效应	(4) 随机效应
货币化薪酬	0.420* (1.910)	0.444** (2.568)		
货币化薪酬的平方项	-0.015* (-1.847)	-0.016** (-2.481)		
股权激励			0.010 (0.279)	0.006 (0.243)
股权激励的平方项			-0.001 (-0.725)	-0.000 (-0.292)
公司规模	-0.004 (-0.260)	-0.027*** (-3.458)	0.016 (0.673)	-0.029*** (-2.960)
负债比率	0.145** (2.551)	0.029 (0.769)	0.116* (1.670)	0.006 (0.126)
经营活动现金流	-0.107* (-1.737)	-0.118** (-2.141)	-0.135* (-1.806)	-0.093 (-1.358)
上市年数	-0.004 (-0.923)	0.001 (0.435)	-0.012** (-2.110)	0.001 (0.536)
第一大股东持股比例	0.000 (0.032)	0.000 (0.583)	-0.002 (-1.279)	0.000 (0.082)
托宾 Q 值	-0.015* (-1.765)	-0.013** (-2.326)	-0.013 (-1.113)	-0.011 (-1.325)
董事会规模	0.007 (1.065)	-0.002 (-0.574)	0.012 (1.364)	0.003 (0.491)
监事会规模	0.005 (0.534)	0.001 (0.144)	-0.002 (-0.140)	-0.006 (-0.866)
董事长与总经理兼任情况	-0.005 (-0.194) (-1.791)	0.005 (0.239) (-2.008)	-0.009 (-0.287) (-0.099)	-0.003 (-0.143) (3.206)

注:***,**, * 分别表示在 0.01, 0.05, 0.1 水平上显著。

3.4 稳健性检验

首先,企业上期的投资政策可能会影响本期高管的薪酬,为考察内生性问题对本论文研究结论的影响,我们用滞后一期的高管薪酬作为高管薪酬的工具变量,重新对论文研究假设进行了检验。新的回归结果与前文研究结论没有实质性差异。

其次,用收入最高的前3名高管人均薪酬与员工人均薪酬的比值替代高管前3名薪酬总和,使用行业数目替代 EDI,重新对数据进行回归,本论文的研究结论依然成立。说明本论文的研究结果具有较好的稳健性。

4 结论

通过手工收集无关多元化变量相关数据,以2008—2013年A股数据为基础,实证检验了在不同股权情景中薪酬与无关多元化战略之间的相关性。因为高管和股东之间的委托代理冲突,高管有选择无关多元化以弥补私人成本的倾向;高管薪酬作为私人成本的补偿机制,可以有效的缓解代理问题。研究结果表明,高管当期货币化薪酬与股权激励体系对于企业无关多元化的选择产生了显著影响,而且这种关系跟所有权性质息息相关。

研究结论表明,高管持股是国有企业高管薪酬的重要组成部分,可以有效激励CEO努力工作,减轻由于代理成本导致无关多元化对于企业价值的影响,从而为混合所有制改革中的薪酬设计提供了检验证据。研究仍存在一些局限:第一,对于企业无关多元化战略本身的适当与否并未进行仔细判别;第二,按照国有控股的行政级别细分国有控股上市公司可以进一步划分为中央和地方两级国有企业,在不同类型的国有企业中高管不同的薪酬是否对多元化具有不同的影响有待进一步研究。

参考文献:

- [1] 李善民,周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. 管理世界,2007(3):130-137.
- [2] 陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界,2007(1):92-97.
- [3] 姜付秀. 我国上市公司多元化经营的决定因素研究[J]. 管理世界,2006(5):128-135.
- [4] RIKARD LARSSON. Coordination of action in mergers and acquisitions: Interpretive and systems approaches towards synergy [M]. America:Lund University Press. 1990.
- [5] 祁怀锦,邹燕. 高管薪酬外部公平性对代理人行为激励效应的实证研究[J]. 会计研究,2014(3):26-32.
- [6] WERNERFELT B, C Montgomery. Tobin's q and the Importance of focus in firm Performance [J]. American Economic Review 1988,78:247-250.
- [7] 辛清泉,郑国坚,杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究,2007(10):123-142.
- [8] MICHAEL C. JENSEN, WILLIAM H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics,1976,3(4):305-360.
- [9] MICHAEL C. JENSEN, KEVIN J. Murphy CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How [J]. Harvard business review, 1990,68(3):138-149.
- [10] 江伟. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析[J]. 金融研究,2010(4):144-159.
- [11] 张亮亮,黄国良. 管理者超额薪酬与资本结构动态调整[J]. 财贸研究,2013(5):148-156.
- [12] CLIFFORD W. SMITH JR, ROSS L. Watts. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. Journal of financial Economics,1992,32(3):263-292.
- [13] MARIANNE BERTRAND, SENDHIL MULLAINATHAN. Enjoying the quiet life Corporate governance and managerial preferences[J]. Journal of Political Economy,2003,111(5):1043-1075.
- [14] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策[J]. 管理世界,2012(11):144-155.
- [15] 陈信元,陈冬华,万华林,等. 地区差异、薪酬管制与高管腐败[J]. 管理世界,2009(11):130-143.
- [16] 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]. 管理世界,2007(9):76-84.
- [17] 许年行,张瑞君,李小荣. 货币薪酬能激励高管承担风险吗[J]. 经济理论与经济管理,2013(8):84-100.

- [18] DURU A, RAGHAVAN J I, Ernest M Zi. Performance choice, executive bonuses and corporate leverage [J]. Journal of corporate finance, 2012, 18(5): 1286-1305.
- [19] CHEN Y AIAY . Revisiting the risk-taking effect of executive stock options on firm performance[J]. Journal of business research, 2011, 64(6): 640-648.
- [20] DAVID H Z, JAMEN D W. How directors' prior experience with other demographically similar CEOs affects their appointments onto corporate boards and the consequences for CEO compensation [J]. Academy of management journal, 2014, 57(3): 791-813.
- [21] HAYES H H, HONGMING H, PAI-TA S. Real options and earnings-based bonus compensation [J]. Journal of banking & finance, 2012, 36(8): 2389-2402.
- [22] 熊海斌, 谢茂拾. 基于“规则性不当利益”的经理股票期权制度亟需改革[J]. 管理世界, 2009(9): 178-179.
- [23] 张治理, 肖星. 我国上市公司股权激励计划择时问题研究[J]. 管理世界, 2012(7): 180-181.
- [24] BARRON J M, GLEN R W. Work hard, not smart: Stock options in executive compensation [J]. Journal of economic behavior & organization, 2008, 66(3): 767-790.
- [25] YAN W W. Optimal executive compensation: Stock options or restricted stocks[J]. International review of economics & finance, 2011, 20(4): 633-644.
- [26] HOUAND L C, ERICK M E. Employee stock options in compensation agreements: A financing explanation [J]. Journal of corporate finance, 2006, 12(2): 367-379.
- [27] 宋晶, 孟德芳. 国有企业高管薪酬制度改革路径研究[J]. 管理世界, 2012(2): 181-182.
- [28] 马连福, 王元芳, 沈小秀. 国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约[J]. 管理世界, 2013(5): 100-115.

Ownership, Executive Compensation and Corporate Unrelated Diversification

Li Shengnan¹, Zengge Kaixi¹, Wu Nijin¹, Xie Yanhong²

(1. Accounting and Financial Management Department of Management and Economics School, Tianjin University, Tianjin 300072, China; 2. Tianjin Tax Intelligent Technology Engineering Center, Tianjin University, Tianjin 300072, China)

Abstract: To reveal the corporate ownership structure has significant impact on the relationship between the executive compensation and the corporate's unrelated diversity strategy, this study manually examined data of the securities listed in China A-Share market between 2008 and 2013. It processed the related corporates' information sourced from Guotai Junan Securities' database. It found out that the ownership significantly affected the influence of executive compensation on unrelated diversification; in non-state-controlled companies, executives' current monetization pay and stock option equity showed a significant negative correlation with unrelated diversification, and the negative coefficient of stock option became much smaller; but in state-owned enterprises, the stock option and unrelated diversification demonstrated a significant negative correlation. Moreover, the current monetization pay and unrelated diversification were in inverted U-shaped relationship. These conclusions provide important empirical evidence and enlightenment for China's mixed ownership economy reform and the optimisation of executive compensation.

Key words: unrelated diversification; executive compensation; ownership; stock options

(责任编辑 姜江贵 李萍)