

# 高管公平性偏好、私人控制权收益与公司价值

## ——来自A股上市公司行业基准的经验证据

杨志强<sup>1</sup>, 石本仁<sup>2</sup>

(1. 广东财经大学 会计学院, 广东 广州 510320; 2. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632)

**摘要:**文章以2007—2011年我国A股上市公司为样本,探讨了高管将其私人控制权收益在同行业内做比较时所产生的公平性感受对公司价值的影响,揭示了高管公平性偏好的作用机理。研究发现:(1)相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管控制权收益绝对额及控制权收益—公司价值敏感性较高,而额外控制权收益的分布情况却与之大相径庭。国有控股公司的高管控制权收益绝对额均值最大,但额外控制权收益均值较小;而家族控股公司的高管控制权收益绝对额均值最小,但额外控制权收益均值较大。(2)控制权收益绝对额与额外控制权收益的激励方向相反。相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管控制权收益绝对额显著降低公司价值,而正向额外控制权收益显著提升公司价值,负向额外控制权收益则显著降低公司价值。

**关键词:**公平性偏好;私人控制权收益;公司价值;行业基准

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)03-0124-11

### 一、引言

基于增长、国际化和可持续发展的需要,我国企业正面临现代化转型的节点,对管理资源、管理者的吸纳和整合至关重要。其中,私人控制权收益及其对公司价值的影响是评价高管行为的标准之一,也是党的十八大后中央提出的限制“三公消费”相关政策的题中之义。控制权收益广泛存在于现代企业中,给予高管控制权收益在一定程度上是为其努力工作创造良好的条件,从而对公司价值产生正向促进作用(辛清泉和谭伟强,2009;李焰等,2010)。尽管控制权收益的“效率观”得到了很多理论和经验证据的支持,但更多的经典文献却支持“代理观”,认为当事后薪酬调整不足以弥补控制权收益所耗费的公司资源时,控制权收益会对公司价值产生负向效应(Jensen和Meckling,1976;陈冬华等,2010)。新近的研究文献进一步指出,高管控制权收益和公司价值之间的非线性关系与制度背景、投资者保护环境相关(Leuz等,2009;Radhakrishnan和Sudarshan,2012)。另外一些学者研究发现,高管的个人特质也是影响控制

收稿日期:2013-08-06

基金项目:国家自然科学基金重点项目(71032006);国家社会科学基金青年项目(12CGL034、13CGL053);教育部人文社会科学基金青年项目(13YJC630205);广东省哲学社会科学“十二五”规划学科共建项目(GD12XGL12);广东省哲学社会科学“十一五”规划项目(GD10CGL01)

作者简介:杨志强(1983—),男,广东汕头人,广东财经大学会计学院讲师,博士;  
石本仁(1964—),男,湖北荆州人,暨南大学管理学院教授,博士生导师。

权收益和公司价值之间非线性关系的重要因素(Adams 和 Ferreira, 2009; Whitehead, 2011)。本文基于社会比较理论,揭示高管的社会偏好、公平性认知的影响,以期为转型中的企业管理实践提供理论支持。

社会比较理论指出,人们希望正确地评价自己的观点和能力,在缺乏直接的评价标准时,人们往往通过与他人的比较进行自我评价,形成公平性认知(Festinger, 1954)。在我国上市公司信息对外公开披露的情况下,公司高管可以通过分析财务报表获知同行业其他公司高管的控制权收益水平,形成对自身控制权收益公平与否的认知,从而导致其管理行为的变化(张丽平和杨兴全, 2013),进而影响公司业绩和公司价值。<sup>①</sup> 本文借鉴吴联生等(2010)、Luo 等(2011)的方法,构建高管控制权收益决定模型,估计同行业内相似公司高管控制权收益的合理水平,将模型残差的绝对值定义为“额外控制权收益”,残差为正表示“正向额外控制权收益”,残差为负表示“负向额外控制权收益”。基于此,本文对高管控制权收益绝对额和额外控制权收益的激励方向进行了检验,回答了相互关联的两个问题:第一,在我国现阶段制度背景下,高管摄取私人控制权收益是否减损了公司价值? 第二,如果是,为什么在过去几年间我国企业高管控制权收益却在不断攀升?

本文的创新主要体现在以下几方面:首先,已有文献往往只关注私人控制权收益绝对额对公司价值的影响,而忽略了控制权收益相对额的激励效应,本文则深入比较了两者的激励方向,揭示了高管公平性偏好这个权变因素的作用机理。其次,本文丰富了社会比较理论对公司治理效率和治理效果影响的研究文献(吴联生等, 2010; 黄辉, 2012)。再次,已有文献在分析高管控制权收益激励效应时很少对股权结构不同的公司进行分类检验,本文基于不同股权结构的检验则有助于更好地理解不同公司高管控制权收益的额度和激励效果;另外,在社会比较基准的选择上,本文选择行业基准,这有别于同等规模、相似客户群等基准,是研究视角上的创新。最后,本文研究指出,要把高管控制权收益绝对额控制在一个有效率的水平上,行业/市场的规制和企业的内部治理有不同的侧重点,这深化了相关研究文献。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)委托代理理论下高管控制权收益对公司价值的双重影响

基于委托代理理论,学术界对于高管私人控制权收益与公司价值之间的关系存在“效率观”和“代理观”两种观点。关于高管激励的主流经济研究大多植根于委托代理分析范式下的最优契约理论,认为可以通过激励性契约设计来协调委托人与代理人之间的关系,防范经理人的道德风险,实现股东利益最大化目标。支持“效率观”的学者将公司给予高管的控制权收益视为激励性契约设计的组成部分,认为它内生于高昂的信息成本(Alchian 和 Demsetz, 1972),作为提高高管声誉的一种“地位商品”,有利于节约组织的交易成本,提高公司价值。然而,最优契约理论强调契约的有效性和市场机制的合理性,难以直接适用于以股权集中、内部人控制以及缺乏外部市场约束为特征的中国制度环境。当股权分散的公司缺乏经营效率时,资本市场参与者可以通过收购股权等方式达到接管企业和更换经理层的目的,从而对高管形成外部约束。当公司股权存在制衡时,一方面,大股东的多元化能够对高管形成有效的监督;另一方面,股东间的相互监督可以降低私人控制权收益(Bennedson 等, 2003),从而对公司价值产生正向影响。<sup>②</sup> 总之,当股权分散或者存在制衡时,高管控制权收益的激励效应会及时反映在股价中,通过价格信号调整资金流向,促进公司新陈代谢。反之,如果公司的股权太集中,则高管控制权收益往往只是“免费的红利”,成为代理问题的另一个重要来源,高管甚至自己决定报

酬,由此形成了“管理层权力理论”(Bebchuk等,2003)。在管理层权力理论下,高管控制权收益符合“代理观”的理论预期(Radhakrishnan和Sudarshan,2012)。

相对于分散持股或者存在股权制衡的公司,我国家族控股公司中两层委托代理问题都各具特色:对于股东和管理层之间的代理问题,由于家族与非家族代理人的激励机制存在显著差异(Schulze等,2001),有必要将其分为两类:一类是股东和家族高管(大股东委派)之间的代理问题;<sup>⑨</sup>另一类是股东和非家族高管(外聘)之间的代理问题。而对于控股股东和非控股股东之间的代理问题,由于大股东可能以董事会成员、监事会成员或者CEO的身份直接参与公司经营,两类委托代理问题交织在一起。具体而言:(1)当家族控股股东担任公司高管时,尽管两权合一减少了第一类委托代理问题,但是由于持有大量股份,他们承担了巨大的额外成本(Holderness,2003;刘少波,2007),摄取控制权收益就成为补偿该成本的方式,并且持股比例越低,两权分离程度越大,摄取控制权收益的动机就越强(谷祺等,2006)。(2)“差序格局”下的人际信任关系(费孝通,1948)在我国具有重要的经济意义,尤其是在家族控股企业中形成了独特的“家族主义信任”(李新春,2003),委派家族成员担任公司高管非常普遍。虽然委派的高管“自己人”的心理认知使其更加努力工作(许静静和吕长江,2011),但是同样存在摄取控制权收益的动机:首先,家族高管很容易与控股股东成为“一致行动人”;其次,根据Schulze等人对“撒玛利亚人困境”的分析,家族企业主的利他主义完全有可能“宠坏”家族雇员,滋生偷懒、在职消费等问题,从而降低公司价值(王明琳和周生春,2006);再次,按需分配方式支配家族财产,可能蕴藏着严重的内部代理问题,特别是对于已实现传承的企业,企业的非领导家族高管可能通过索取高额报酬和津贴的方式来“搭便车”(陈凌和鲁莉劫,2009);最后,家族高管缺乏有效的退出机制,势必造成资源错配,降低公司价值。(3)随着资本规模的扩大,企业必须吸纳职业经理人,集成新的管理能力。由于经理人市场缺乏效率,控股股东与外聘高管的信任通常并不对称,授权—失控—授权成为普遍现象(储小平和李怀祖,2003)，“做贼和防贼”的氛围增强了外聘高管摄取控制权收益的动机:一方面,股权集中公司在外聘高管的薪酬激励上处于劣势,一旦他们的努力得不到相应补偿,就有动机摄取控制权收益;另一方面,对家族高管和外聘高管的差异化管理会引发外聘高管的不公平感,增强其摄取控制权收益的动机。此外,外聘高管心理所有权与实际收益的差异也是其职务侵占的重要诱因(储小平和刘清兵,2005)。

我国国有控股企业长期以来通过组织任命、上级委派或调任等行政任命方式选拔“行政高管”。尽管“行政高管”有政治激励,减弱了其追求经济利益的动机,但其摄取控制权收益的动机也很明显:首先,“行政高管”存在强烈的政治动机,决定了其激励补偿不仅包括货币性薪酬、股权,还包括职位所带来的非货币性收益,虽然长期面临管制,但随着管理层权力的增加,这种管制表现出更强的激励不相容性(吕长江和赵宇恒,2008);其次,由于国有控股企业承担着更多的社会性功能,其高管薪酬的社会“愤怒成本”较高,“行政高管”更加偏好于隐性的非货币性薪酬;再次,官员的“廉价投票权”和企业的预算软约束造成“行政高管”对政府的寻租能力较强,而且在企业内部权力极大,但上级主管部门缺乏监督动力,使“行政高管”在利用权力获利时更加肆无忌惮(权小锋等,2010);最后,如果“行政高管”只是短期的交流或者轮任,则其对实现企业长期目标就没有很强的动力,这也会造成过度摄取控制权收益,降低公司价值。随着国有企业股份制改革的推进,越来越多的国有企业开始尝试采用公开竞争上岗、公开招聘等方式选拔“市场高管”。根据改革思路,应给“市场高管”提供具有竞争力的薪酬。但由于其他高管和员工的薪酬没有真正与业绩挂钩,对“空降兵”给予强激励薪酬可能会因内部矛盾而流于形式,如果其努力得不到预期回报,又不像“行政高管”有政治激励,就会产生摄取控制权收益的

动机：首先，国有资产管理处于信息劣势，很难以较低成本观察到企业的经营业绩，这意味着政府很难做到事前与企业高管签订有效的契约、事后实施有效的监督（陈冬华，2005）；其次，薪酬管制针对国有企业所有高管，如果“市场高管”的事前薪酬契约无法落实，造成显性激励不足，就可能引致其增加在职消费等控制权收益的摄取；最后，国有企业目标多元化使企业业绩与高管付出之间的因果关系模糊，容易滋生“做得多，拿得少”的负面情绪，诱使其通过摄取控制权收益来平衡。

为了检验以上两种效应，本文提出如下假设：

假设 1.1：在我国现阶段制度背景下，高管私人控制权收益绝对额越高的公司，公司价值越高。其中，相对于分散持股或者存在股权制衡的公司，股权集中公司高管控制权收益绝对额更能显著提升公司价值，整体体现为“利益协同”效应。

假设 1.2：在我国现阶段制度背景下，高管私人控制权收益绝对额越高的公司，公司价值越低。其中，相对于分散持股或者存在股权制衡的公司，股权集中公司高管控制权收益绝对额会更显著降低公司价值，整体体现为“堑壕”效应。

## （二）基于社会比较理论的高管额外控制权收益对公司价值的影响

最优契约理论和管理层权力理论都以“经济人”假设作为基本前提，但许多研究表明，代理人并不只关注自身的利益，还关注利益是否公平，这会影响其行为和努力程度（Akerlof 和 Yellen, 1990）。Fehr 和 Schmidt(1999)建立了公平偏好者的效用函数，当其他人面临“有利不公平”（自身收益比参照点收益多）时，公平偏好者有动机缩小回报差距；而当其他人面临“不利不公平”（自身收益比参照点收益少）时，则会出现相反的激励效应。很多学者对此进行了检验，证实了代理人公平性偏好显著影响激励契约的制订和实施（蒲勇健，2007；Alain 等，2008），而且非正式的隐性契约比具有监督作用的显性契约的激励效果更好（Antoni 和 Randolph, 2008）。实际上，不公平厌恶偏好模型只描述了社会比较理论中的一种情形——对比效应。社会比较会产生对比效应和同化效应两种相反的效应。对比效应是指个体面对社会比较信息时自我评价水平背离比较目标，而同化效应是指个体面对社会比较信息时自我评价水平朝向比较目标（Blanton, 2001）。Stapel 和 Koomen(2000)指出，在组织之间的比较中，发挥作用的只有对比效应，同化效应并不起作用。据此，当高管发现自己的控制权收益水平高于同行业其他高管时，下行比较使其提高自我评价。也就是说，正向额外控制权收益将促使高管改进管理效率、提高公司价值，反之亦然。事实上，已有学者注意到了显性薪酬外部不公平性及其对激励效果的影响（吴联生等，2010）。

作为一种隐性薪酬，控制权收益比显性薪酬更容易被高管进行社会比较，基于如下考虑，本文认为相对于股权分散或者存在股权制衡的公司，股权集中公司高管将其控制权收益进行社会比较的动机更强，激励效果更明显：首先，股权分散或存在股权制衡的公司治理结构较为完善，委托人倾向于签订具有监督作用的显性契约，而股权集中公司则倾向于提供非正式的隐性契约。隐性契约在不同公司表现出较强的多样性和差异性，容易引致同行业高管之间相互攀比，不公平感更强。其次，相对于股权分散或存在股权制衡的公司，股权集中公司在高管的显性激励（绩效工资）上处于劣势。绩效工资越高，高管的努力就越可能如实地反映在其报酬上，激励契约设计就越显得公平，社会比较的动机就越弱，即使收入比预期低，高管也倾向于将其归因于自身努力不足；相反，绩效工资越低，高管的努力不能如实反映在其报酬上，容易产生不公平感，特别是当信息不对称时，委托人不能很好地观察到代理人的努力，代理人很容易将企业的业绩都归因于自己的努力，一旦激励契约达不到其期望，就会感到极大的不公平，从而

导致反激励。再次,由于股权结构不同,公司提供给高管的薪酬激励契约不同,会吸引到异质性的人力资本。股权分散或者存在股权制衡的公司提供的显性契约中绩效工资所占份额较大,容易吸引到能力较强、喜欢竞争性工作氛围、有利不公平厌恶偏好较强的代理人;而股权集中公司提供的显性契约中绩效工资所占份额较小,容易吸引到能力较弱、喜欢稳定工作环境、不利不公平厌恶偏好较强的代理人。异质性高管在进行比较时存在较大差异。最后,公司性质差异会使高管进行社会比较时在比较对象的选取上存在差异。相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,国有控股公司和家族控股公司所属行业较为集中,如果同行业内不同公司高管在报酬方面差异较大,就容易引致社会比较。同行业内的国有控股公司中“市场高管”和“行政高管”的报酬形式存在较大差异,很容易引致高管之间相互比较;同行业内的家族控股公司中外聘高管和家族高管在控制权收益、福利支付等方面存在较大差异,高管进行社会比较的动机较强。

为了检验不同股权结构下高管公平性偏好对私人控制权收益与公司价值关系的影响,本文提出如下假设:

假设 2:相对于分散持股或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管额外控制权收益更能显著提升公司价值,体现为“利益协同”效应。

假设 2.1:相对于分散持股或者存在股权制衡的公司,股权集中公司(家族/国有控股公司)高管正向额外控制权收益更能显著提升公司价值。

假设 2.2:相对于分散持股或者存在股权制衡的公司,股权集中公司(家族/国有控股公司)高管负向额外控制权收益更会显著降低公司价值。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取

本文的研究样本为 2007—2011 年在沪深证券交易所上市的公司,我们剔除了以下观测值:保险、金融类公司;\*ST、ST 公司;财务数据和公司治理数据异常和不完整的公司,最后得到 5 130 个样本观测值。样本公司的财务数据和公司治理数据来自 CSMAR 和 CCER 数据库,高管控制权收益数据从样本公司各年年报中手工整理、计算得到。

#### (二)模型设定与变量定义

1. 额外控制权收益的衡量。根据 Luo 等(2011)的研究,本文采用如下高管控制权收益决定模型:

$$\begin{aligned} \frac{Mpay_t}{Assets_{t-1}} &= \alpha + \beta_1 \frac{1}{Asset_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Sales_t}{Assets_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \beta_4 \frac{Inv_t}{Assets_{t-1}} + \beta_5 LnEmployee_t + \epsilon_t \\ \frac{Mexpense_t}{Assets_{t-1}} &= \alpha + \beta_1 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Sales_t}{Assets_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \beta_4 \frac{Inv_t}{Assets_{t-1}} + \beta_5 LnEmployee_t + \epsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $Mpay_t$ 表示从第  $t$  年公司现金流量表的“支付的其他与经营活动有关的现金”项目中获得的高管控制权收益。借鉴陈冬华等(2010)的做法,我们查阅了沪深所有上市公司每一年的年报,在该项目的会计报表附注中手工收集了以下四类容易被高管转嫁为私人费用的子项并加总:(1)交通差旅费;(2)车辆费;(3)福利支付;(4)高管特权相关支出。 $Mexpense_t$ 表示第  $t$  年公司管理费用总额减去物料消耗、相关税费、技术转让费、矿产资源补偿费、研究费用、排污费、支付给高管的现金薪酬等子项目(Sign 和 Davidson, 2003)。 $Assets_{t-1}$ 是第  $t-1$  年的公司

总资产； $\Delta Sales_t$  是公司第  $t$  年营业收入变动额； $PPE_t$  是固定资产净值； $Inv_t$  是第  $t$  年年末存货净值； $LnEmployee_t$  是公司员工数量的自然对数。

本文利用式(1)对正常经营管理所需的管理费用进行分年度分行业回归，得到的残差  $\epsilon_t$  即为公司高管额外控制权收益。

2. 计量模型设定。为了检验假设 1，本文构建了如下两组面板数据计量模型：

$$TQ_{it}/\Delta TQ_{it} = \alpha + \beta_1 PBC_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SPR_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 TURNOVER_{it} + \beta_8 ST_{it} + \beta_9 BDS_{it} + \beta_{10} CBD_{it} + \beta_{11} CON_{it} + \beta_{12} BHLIST_{it} + \beta_{13} SEP_{it} + \beta_{14} A\_TOP4_{it} + \beta_{15} A\_OPION_{it} + \beta_{16} RISK_{it} + \beta_{17} MARKET_t + \beta_{18} YEAR_t + \beta_{20} IND_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$TQ_{it}/\Delta TQ_{it} = \alpha + \beta_1 PBC_{it} + \sum_{j=2}^4 \beta_j UCSP_{it} + \sum_{j=5}^7 \beta_j PBC_{it} \times UCSP_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} LEV_{it} + \beta_{11} SPR_{it} + \beta_{12} GROWTH_{it} + \beta_{13} TURNOVER_{it} + \beta_{14} ST_{it} + \beta_{15} BDS_{it} + \beta_{16} CBD_{it} + \beta_{17} CON_{it} + \beta_{18} BHLIST_{it} + \beta_{19} SEP_{it} + \beta_{20} A\_TOP4_{it} + \beta_{21} A\_OPION_{it} + \beta_{22} RISK_{it} + \beta_{23} MARKET_t + \beta_{24} YEAR_t + \beta_{25} IND_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

其中， $TQ_{it}$  为公司  $i$  第  $t$  年的托宾  $Q$  值， $\Delta TQ_{it}$  为公司  $i$  第  $t$  年的托宾  $Q$  值与第  $t-1$  年的托宾  $Q$  值之差。在计算  $TQ$  时，非流通股市价用流通股市价代替。解释变量  $PBC_t$  为第  $t$  年高管控制权收益绝对额的度量指标。此外，根据以往研究文献，本文还控制了其他相关因素，各变量定义见表 1。

为了检验假设 2，本文构建了如下面板数据计量模型：

$$TQ_{it}/\Delta TQ_{it} = \alpha + \beta_1 AUF_{t-1} + \sum_{j=2}^4 \beta_j UCSP_{t-1} + \sum_{j=5}^7 \beta_j AUF_{t-1} \times UCSP_{t-1} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} LEV_{it} + \beta_{11} SPR_{it} + \beta_{12} GROWTH + \beta_{13} TURNOVER_{it} + \beta_{14} ST_{it} + \beta_{15} BDS_{it} + \beta_{16} CBD_{it} + \beta_{17} CON_{it} + \beta_{18} BHLIST_{it} + \beta_{19} SEP_{it} + \beta_{20} A\_TOP4_{it} + \beta_{21} A\_OPION_{it} + \beta_{22} RISK_{it} + \beta_{23} MARKET_t + \beta_{24} YEAR_t + \beta_{25} IND_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

其中， $UF$  为式(1)的回归残差， $AUF_{t-1}$  为  $UF_{t-1}$  的绝对值， $UCSP_{t-1}$  为第  $t-1$  年的股权结构和股权性质变量。

表 1 变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	公司价值	$TQ_{it}$	$TQ_{it} = \text{市场价值} / (\text{资产总额} - \text{无形资产净值})$
	公司价值变化量	$\Delta TQ_{it}$	$\Delta TQ_{it} = TQ_{it} - TQ_{it-1}$
解释变量	高管控制权收益绝对额	$PBC_t$	$PBC_t = Mpay_t / Assets_{t-1}$
	高管控制权收益外部公平性	$AUF$	对式(1)进行分年度分行业回归，得到的残差取绝对值
	股权结构和股权性质	$UCSP$	先按照公司股权集中度指标(如 $Z$ 指数、 $S$ 指数等)划分为股权集中和分散持股或者存在股权制衡公司两类，再按股权性质将股权集中公司进一步划分为家族控股、国有控股以及其他三类

续表 1 变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	资产收益率	ROA	ROA = 净利润/资产总额
	公司规模	SIZE	期末总资产的自然对数
	财务杠杆	LEV	期末负债总额/期末资产总额
	销售净利率	SPR	销售净利率 = (净利润/销售收入) × 100%
	销售增长率	GROWTH	销售增长率 = (本年销售额 - 上年销售额) / 上年销售额
	总资产周转率	TURNOVER	总资产周转率 = 营业收入净额/平均资产总额
	董事会规模	BDS	公司董事会总人数
	是否两职合一	CBD	如果总经理与董事长两职合一, 则取值为 1, 否则为 0
	企业风险	RISK	综合杠杆系数
	管理层持股比例	CON	管理层持股比例
	公司股票是否	ST	如果公司股票被特别处理, 则取值为 1, 否则为 0
	被特别处理	BHLIST	如果公司发行 B 股或 H 股, 则取值为 1, 否则为 0
	境外投资者持股	SEP	根据 CSMAR 数据库中的数据计算整理
	两权分离度	MARKET	樊纲等(2010)的市场化指数对数值
	市场化指数	A_TOP4	是否由四大会计师事务所审计, 是取 1, 否取 0
	审计质量	A_OPION	审计意见是否标准无保留, 是取 1, 否取 0
	行业	IND	根据中国证监会《上市公司行业分类指引》(2001 年版) 整理, 制造行业按照二级编码细分为 9 类, 总共 21 类
年份	YEAR	年份哑变量	

#### 四、实证结果及分析

##### (一) 高管私人控制权收益描述性统计

从表 2 的描述性统计结果可以看到: 第一, 相对于股权分散或者存在股权制衡的公司, 股权集中公司高管控制权收益绝对额更高, 其中国有控股公司高于家族控股公司; 第二, 尽管国有控股公司高管控制权收益绝对额均值最大, 但额外控制权收益均值较小; 第三, 虽然家族控股公司控制权收益绝对额均值最小, 但额外控制权收益均值较大。

表 2 高管私人控制权收益描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
A 栏: 国有控股公司样本						
$Mpay_t$	2 939	1.88e+08	1.43e+09	4.59e+07	281	5.75e+10
$UF_{t-1}$ (正向)	620	0.0674	0.1085	0.0384	0.0001	1.0691
$UF_{t-1}$ (负向)	943	-0.0749	0.3851	-0.0422	-7.6483	-0.00002
B 栏: 家族控股公司样本						
$Mpay_t$	1 267	8.18e+07	2.00e+08	3.05e+07	15 899.38	3.84e+09
$UF_{t-1}$ (正向)	335	0.0895	0.2310	0.0456	0.0001	3.4536
$UF_{t-1}$ (负向)	326	-1.6582	19.6170	-0.0496	-294.6911	-0.00021
C 栏: 其他股权集中公司样本						
$Mpay_t$	254	6.50e+07	9.06e+07	3.17e+07	3 953	5.87e+08
$UF_{t-1}$ (正向)	48	0.0651	0.0538	0.0509	0.0017	0.2122
$UF_{t-1}$ (负向)	85	0.0531	0.0575	0.0374	-0.4437	-0.0006
D 栏: 股权分散或存在股权制衡公司样本						
$Mpay_t$	670	1.26e+08	5.32e+08	3.79e+07	4 472.63	1.02e+10
$UF_{t-1}$ (正向)	147	0.0879	0.1316	0.0449	0.0001	0.8906
$UF_{t-1}$ (负向)	182	-0.0497	0.0568	-0.0392	-0.5222	-0.0004

##### (二) 实证结果与分析

由表 3 可知, 高管私人控制权收益绝对额  $PBC$  与公司价值及其变化量都在 1% 水平上显

显著相关,说明高管控制权收益绝对额越高,公司价值和价值变化量越小。进一步检验不同股权结构下高管私人控制权收益对公司价值和价值变化量的影响后发现,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司(家族/国有/其他控股公司)高管控制权收益绝对额与公司价值及其变化量都存在稳定的负相关关系,其中  $PBC_i \times UCSP\_f$  与  $\Delta TQ$  在 10% 水平上显著负相关。不难得到,高管私人控制权收益绝对额与公司价值及其变化量之间显著负相关,主要是因为样本中股权集中公司高管摄取控制权收益降低了公司价值及其变化量,从而支持了假设 1.2。既然如此,为什么高管控制权收益在过去几年间却不断攀升呢?

表 3 高管私人控制权收益对公司价值的影响

	TQ	$\Delta TQ$	TQ	$\Delta TQ$
常数项	99.556** (43.444)	75.926* (43.420)	65.571*** (16.101)	53.386*** (16.204)
$PBC_i$	-2.007*** (0.449)	-21.569*** (3.974)	17.707(19.594)	15.150(19.635)
$UCSP\_o$			-0.162(4.183)	0.775(4.192)
$UCSP\_s$			1.802(2.404)	1.667(2.412)
$UCSP\_f$			3.064(2.609)	3.802(2.621)
$PBC_i \times UCSP\_o$			-19.393(51.569)	-36.741(51.654)
$PBC_i \times UCSP\_s$			-18.025(22.406)	-15.139(22.459)
$PBC_i \times UCSP\_f$			-18.129(19.792)	-36.239* (19.833)
N	4 567	4 541	4 567	4 541
Adj. $R^2/R^2$ (within)	0.030	0.05	0.05	0.07
$R^2$ (between)	0.050	0.06		
F/Wald 检验	118.96***	50.22*	4.51***	5.93***

注:括号内为经 robust 调整的标准差,\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著(双尾检验)。受篇幅限制,控制变量估计结果未在表中列示。下表同。

由表 4 可见,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管正向额外控制权收益与公司价值总体上正相关,其中在  $Mexpense$  估计下,  $AUF_{i-1} \times UCSP\_f$  与  $TQ$  在 10%水平上显著正相关,支持了假设 2.1。相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司负向额外控制权收益与公司价值总体上负相关,其中在  $Mpay$  估计下,  $AUF_{i-1} \times UCSP\_s$  与  $TQ$  在 10%水平上显著负相关;在  $Mexpense$  估计下,  $AUF_{i-1} \times UCSP\_s$  与  $TQ$  在 5%水平上显著负相关,总体上支持了假设 2.2。也就是说,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管额外控制权收益能够发挥“利益协同”效应。

表 4 高管额外控制权收益对公司价值的影响

	正向额外控制权收益组		负向额外控制权收益组	
	$Mpay$ 估计	$Mexpense$ 估计	$Mpay$ 估计	$Mexpense$ 估计
常数项	18.323*** (1.592)	107.977*** (28.812)	24.238*** (1.335)	13.109*** (3.920)
$AUF_{i-1}$	-1.130 (1.129)	14.353 (82.401)	4.132* (2.290)	19.012** (8.600)
$UCSP\_o$	-0.360 (0.409)	1.240 (8.309)	-0.395 (0.321)	-3.972 (2.462)
$UCSP\_s$	-0.263 (0.205)	1.966 (5.112)	0.084 (0.197)	-3.179** (1.559)
$UCSP\_f$	0.016 (0.219)	-2.532 (5.641)	0.076 (0.224)	-4.579*** (1.628)
$AUF_{i-1} \times UCSP\_o$	2.663 (3.604)	-32.768 (130.596)	-2.171 (3.721)	-25.494 (16.349)
$AUF_{i-1} \times UCSP\_s$	1.582 (1.304)	-4.829 (89.850)	-4.110* (2.440)	-18.991** (9.524)
$AUF_{i-1} \times UCSP\_f$	1.115 (1.407)	178.462* (98.470)	-0.834 (2.555)	-14.759 (9.437)
N	1 053	3 900	1 418	2 276
Adj. $R^2/R^2$ (within)	0.4551	0.0255	0.3840	0.2283
$R^2$ (between)	0.5298	0.0255	0.5992	0.0933
Wald/F 检验	983.22***	3.18***	1425.81***	494.40***
BPLM 检验	139.85***	0.39	318.49***	12.28***

注:在  $Mexpense$  估计下,正向额外控制权收益模型的 BPLM 检验不显著,因而采用混合 OLS 回归;其他三个模型的 BPLM 检验均显著,因而采用面板数据回归。下表同。

由表 5 可见,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管正向额外控制权收益与公司价值变化量总体上正相关,其中在  $Mpay$  估计下, $AUF_{i-1} \times UCSP\_s$  与  $\Delta TQ$  在 1%水平上显著正相关, $AUF_{i-1} \times UCSP\_f$  与  $\Delta TQ$  在 10%水平上显著正相关;在  $Mexpense$  估计下, $AUF_{i-1} \times UCSP\_f$  与  $\Delta TQ$  在 10%水平上显著正相关。相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管负向额外控制权收益与公司价值变化量显著负相关,其中在  $Mpay$  估计下, $AUF_{i-1} \times UCSP\_s$  与  $\Delta TQ$  在 10%水平上显著负相关, $AUF_{i-1} \times UCSP\_f$  与  $\Delta TQ$  在 1%水平上显著负相关;在  $Mexpense$  估计下, $AUF_{i-1} \times UCSP\_f$  和  $AUF_{i-1} \times UCSP\_s$  与  $\Delta TQ$  都在 1%水平上显著负相关。可见,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管额外控制权收益的正向激励效应不仅体现在公司价值绝对额上,也体现在其变化量上,进一步支持了假设 2。结合高管的公平性偏好,企业会不断提高高管控制权收益在行业内的相对额度,从而从整个市场或者整个行业来看,随着时间的推移,控制权收益绝对额均值不断攀升。

表 5 高管额外控制权收益对公司价值变化量的影响

	正向额外控制权收益组		负向额外控制权收益组	
	$Mpay$ 估计	$Mexpense$ 估计	$Mpay$ 估计	$Mexpense$ 估计
常数项	3.653*** (1.173)	104.748*** (28.812)	2.785*** (0.841)	13.951* (8.371)
$AUF_{i-1}$	-2.498*** (0.964)	11.767 (82.377)	4.638** (2.042)	42.345*** (10.070)
$UCSP\_o$	0.182 (0.306)	1.653 (8.303)	-0.063 (0.224)	-1.981 (2.123)
$UCSP\_s$	-0.114 (0.144)	2.255 (5.108)	0.151 (0.135)	-1.857 (1.335)
$UCSP\_f$	-0.039 (0.156)	-2.470 (5.637)	0.173 (0.153)	-2.794** (1.395)
$AUF_{i-1} \times UCSP\_o$	-0.990 (3.283)	-34.123 (130.564)	-2.990 (3.484)	-43.868** (19.099)
$AUF_{i-1} \times UCSP\_s$	2.942*** (1.111)	-4.326 (89.827)	-4.123* (2.205)	-36.378*** (11.154)
$AUF_{i-1} \times UCSP\_f$	1.995* (1.192)	175.587* (98.439)	-6.562*** (2.252)	-42.419*** (11.045)
N	1 050	3 895	1 414	2 275
Adj. $R^2/R^2$ (within)	0.6496	0.0140	0.5574	0.2534
$R^2$ (between)	0.6225	0.0140	0.4841	0.0884
Wald/F 检验	1660.96***	3.41***	1557.91***	552.79***
BPLM 检验	36.79***	0.23	38.45***	3.88**

(三)稳健性检验

本文进行了如下稳健性检验:第一,对  $TQ$  采用了不同的计算方法:(1)使用公司的市场价值除以期末总资产;(2)以净资产代替非流通股市价。我们按表 3 至表 5 重新进行了回归,本文主要结论依然成立。第二,为了检验回归结果是否受到异常值的影响,本文采用中位数回归对没有经过 Winsorize 处理的样本重新进行了估计,结论依然成立。

五、结论与启示

上市公司高管控制权收益既增加了企业的成本,也容易助长整个社会的奢靡、腐化之风,将其控制在一个有效率的水平上是我国企业现代化转型中实现增长、国际化和可持续发展的需要。本文以 2007—2011 年 A 股非金融类上市公司为样本,探讨了高管控制权收益对公司价值的影响以及高管公平性偏好的作用机理。研究发现:第一,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管控制权收益绝对额更高,其中国有控股公司高于家族控股公司。第二,尽管国有控股公司高管控制权收益绝对额均值最大,但额外控制权收益均值较小,体现了控制权收益的“隐性”特征,造成国有企业高管“激励不足”的假象;另外,虽然家族控股公司控制权收益绝对额均值最小,但额外控制权收益均值较大,企业间的比较对家族企业高管的心理冲击较大。第三,在我国当前制度背景下,高管控制权收益绝对额越高,公司价值及其

变化量越小,体现为“堑壕”效应,管理层权力理论具有解释力。第四,相对于股权分散或者存在股权制衡的公司,股权集中公司高管正向额外控制权收益更能显著提升公司价值及其变化量,而负向额外控制权收益更会显著降低公司价值及其变化量,体现为“利益协同”效应。这解释了为什么过度摄取控制权收益减损公司价值,但高管控制权收益在过去几年间却不断攀升。本文结论的政策含义在于:

(1)要从根本上把高管控制权收益绝对额控制在一个有效率的水平上,需要从整个市场或者至少从整个行业的规制入手,而不仅仅关注于企业层面。监管部门要不断提高监管水平,完善中小投资者法律保护体系,进一步提高外部治理的有效性。

(2)对企业内部治理来说,需要在控制权收益绝对额和额外控制权收益之间权衡利弊,制订科学合理的高管控制权收益管理办法,杜绝非法收入和铺张浪费。这就要求企业在设计高管人员激励机制时结合高管的社会偏好结构,有针对性地进行资源配置;同时,营造良好的企业文化氛围,优化内部治理机制,形成高管人员亲社会性的社会偏好结构。

(3)从长期来看,不管是外部监管还是内部治理,都应积极改善比例集中和性质集中的股权结构,形成控制权的内部有效制衡和监督,抑制高管过度自利行为,解决广泛存在于企业中的“内部人控制”所带来的激励非效率问题。

#### 注释:

①本文所指“公司高管”是广义上的,包括董事、监事和高级管理人员等。

②在我国制度背景下,股权高度分散的情形极少。本文以我国上市公司为样本,股权高度分散的样本不具有统计重要性,因而略去分析。

③大股东也可能委派非家族成员参与公司经营,但大股东委派的非家族成员通常与其有较密切的关系,因而可以归类为“泛家族成员”(储小平,2000),本文对此不再进行区分。

#### 主要参考文献:

- [1]陈东华,梁上坤,蒋德权.不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择:货币薪酬与在职消费[J].会计研究,2010,(11):56—64.
- [2]储小平,李怀祖.信任与家族企业的成长[J].管理世界,2003,(6):98—104.
- [3]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [4]李双金,郑育家.控制权收益、道德风险与软预算约束[J].财经研究,2010,(5):123—132.
- [5]林毅夫,李志赞.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究,2004,(2):17—27.
- [6]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.
- [7]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.
- [8]树友林.高管权力、货币报酬与在职消费关系实证研究[J].经济学动态,2011,(5):86—89.
- [9]吴朕生,林景艺,王亚平.薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩[J].管理世界,2010,(3):117—126.
- [10]邢淑芬,俞国良.社会比较:对比效应还是同化效应?[J].心理科学进展,2006,(6):944—949.
- [11]张丽平,杨兴全.管理者权力、外部薪酬差距与公司业绩[J].财经科学,2013,(6):73—83.
- [12]Adams J. Towards an understanding of inequity[J]. Journal of Abnormal and Social Psychology, 1963, 67 (5): 422—436.
- [13]Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in east Asian corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1—2): 81—112.
- [14]Fehr E, Schmidt K M. A theory of fairness, competition and cooperation[J]. Quarterly Journal of Eco-

nomics, 1999, 114(3): 817—868.

- [15]Luo W, Zhang Y, Zhu N. Bank ownership and executive perquisites: New evidence from an emerging market[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(2): 352—370.
- [16]Rajan R G, Wulf J. Are perks purely managerial excess?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(1): 1—33.
- [17]Stapel D, Koomen W. Distinctness of others, mutability of selves; Their impact on self-evaluations[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 2000, 79(6): 1068—1087.
- [18]Xiao M, You J. Private benefits of control, growth opportunities and investor protection[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2009, 2(1): 123—145.

## Executive Fairness Preference, Private Benefits of Control and Firm Value: Evidence from Industry Benchmark of A-share Listed Companies

YANG Zhi-qiang<sup>1</sup>, SHI Ben-ren<sup>2</sup>

(1. *School of Accounting, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 510320, China*; 2. *School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China*)

**Abstract:** Based on a sample of A-share listed companies in China from 2007 to 2011, this paper examines the impact of fairness feelings concerning an industry comparison of private benefits of control on firm value and reveals the function mechanism of executive fairness preference. It comes to the following conclusions: firstly, compared to companies with dispersed ownership or outside block-holders, the absolute amount of private benefits of control and the sensitivity of private benefits of control to firm value are higher in companies with concentrated ownership, but the distribution of additional private benefits of control differs widely; the mean of the absolute amount of private benefits of control in state-owned companies is the largest, but the mean of additional private benefits of control is smaller; the mean of the absolute amount of private benefits of control in family-controlled companies is the smallest, but the mean of additional private benefits of control is larger; secondly, the incentive direction of the absolute amount of private benefits of control is the opposite of the one of additional private benefits of control; compared to companies with dispersed ownership or outside block-holders, the absolute amount of private benefits of control significantly reduces firm value, and positive or negative additional private benefits of control can significantly increase or reduce firm value respectively in companies with concentrated ownership.

**Key words:** fairness preference; private benefit of control; firm value; industry benchmark

(责任编辑 康健)