

# 增加管理层薪酬补偿能提高股价信息含量吗?\*

肖浩,孔爱国

(复旦大学管理学院,上海 200433)

**摘要:**如何减弱管理层的信息优势以缓解代理问题是公司财务领域的基础课题之一。文章通过检验管理层薪酬与股价信息含量的关系来回答这一问题。研究发现,我国上市公司管理层薪酬与股价信息含量负相关,而明晰产权、增加管理层持股以及提高公司整体治理效能显著降低管理层薪酬与股价信息含量的负相关性。此外,文章还发现国企高管在职消费与股价信息含量也负相关。文章研究结果表明,我国上市公司必须先完善治理结构,才能通过薪酬补偿来激励管理层对外披露更多的信息。

**关键词:**管理层薪酬;股价特质性波动;所有权性质;管理层持股;公司治理;在职消费

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)03-0135-10

## 一、引言

有报道指出,我国上市公司管理层年薪增长率高于企业利润增长率,甚至出现了公司利润负增长而管理层薪酬正增长的现象,这引发了人们对上市公司管理层薪酬的强烈关注和质疑。如果管理层薪酬是与上市公司业绩挂钩的,则薪酬逐年递增意味着上市公司业绩逐年增长,但在2007—2011年,上证指数整体上呈下行趋势。管理层薪酬增加为何与股东财富减少同时发生?本文试图从管理层薪酬与信息披露量契约关系的有效性角度解释这一现象。

国内外大部分学者认为管理层的薪酬契约是解决上市公司委托代理问题的关键。有效的薪酬契约能够使股东和管理层的利益趋于一致,激励管理层努力经营,提升公司业绩,增加股东财富。关于这一话题的研究主要集中在管理层薪酬的决定因素(Jensen和Murphy,1990;陈冬华等,2005;权小锋等,2010)和薪酬业绩敏感性(Hartzell和Starks,2003;方军雄,2009)两方面,而鲜有文献讨论管理层的薪酬对其信息披露量的影响。如果股东和管理层之间存在比较严重的信息不对称,薪酬业绩契约的有效性会降低(Shleifer和Vishny,1997),管理层甚至会利用自己的信息优势来操纵盈余、粉饰业绩(王克敏和王志超,2007)。由于上市公司的所有权和控制权分离,相对于股东,管理层拥有天然的信息优势。管理层利用信息优势获取自身最大利益是理性人的必然选择。如何减弱管理层的信息优势以缓解代理问题是公司财务领域的基础课题之一。

股东可以通过两条途径来减弱管理层的信息优势:第一,建立规范的公司治理机构(如董事会、监事会等);第二,支付给管理层更高的薪酬。Hermalin和Weisbach(2012)首次分析了第二条途径,其模型结果表明,当委托代理双方的讨价还价能力<sup>①</sup>一定时,增加管理层薪酬补

收稿日期:2013-12-20

作者简介:肖浩(1985—),男,湖北天门人,复旦大学管理学院博士研究生;

孔爱国(1967—),男,江苏姜堰人,复旦大学管理学院教授,博士生导师。

偿能激励其对外披露更多的信息,但他们没有讨论讨价还价能力对(薪酬,信息披露量)博弈结果的影响。

本文首先基于 Hermalin 和 Weisbach(2012)的理论框架分析了委托代理双方的讨价还价能力对(薪酬,信息披露量)博弈结果的影响。研究发现,委托人丧失讨价还价能力时向代理人支付了最高的薪酬,却得到了最少的信息披露量。本文进一步以股价特质信息含量作为管理层对外披露信息量的测度,检验了管理层薪酬与其信息披露量的关系。实证结果显示,我国上市公司管理层薪酬与股价信息含量负相关。我们将其归因于股东在(薪酬,信息披露量)博弈中丧失了讨价还价能力,薪酬补偿没能激励管理层增加信息披露量。本文还发现,明晰产权、增加管理层持股以及改善公司治理结构能显著降低管理层薪酬与股价信息含量之间的负相关性。作为类比,本文还检验了国企高管在职消费对股价信息含量的影响。结果表明,国企高管在职消费也与股价信息含量负相关。

本文的主要贡献在于:第一,首次实证检验了管理层薪酬与股价信息含量的关系。已有研究强调的主要是委托人的监督作用,而本文强调的则是薪酬补偿对代理人信息披露的影响。第二,本文对管理层薪酬与股价信息含量的负相关性做出了解释。理论模型表明委托代理双方的讨价还价能力影响管理层薪酬与公司信息披露量的关系,实证结果也支持这一观点。我国上市公司治理效力较低导致委托人讨价还价能力较弱,增加管理层薪酬并不能提高公司的信息披露量,这与国内已有相关研究(王克敏和王志超,2007)的结论一致,并且管理层薪酬高是代理人权力的重要体现(权小锋等,2010)。第三,本文发现上市公司代理成本与股价信息含量负相关。如果股价信息含量是对公司外部治理的测度(Ferreira 等,2011),则本文的研究表明内部治理差的公司外部治理也差,不受市场投资者关注。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)理论分析

委托人与代理人之间的薪酬契约会影响代理人的行为。由于薪酬契约的不完全性,代理人利用其信息优势寻租是理性人的必然选择。Hermalin 和 Weisbach(2012)研究了管理层薪酬补偿与公司信息披露量的关系。他们假定:公司信息披露量的增加能够提升公司价值;代理人偏好披露较少信息;代理人的信息优势使其能够与委托人分享因信息披露量增加而提升的公司价值。本文遵从这些假定,设置模型如下:

1. 委托人提供薪酬契约,即确定薪酬  $w$  与信息披露量  $\Phi$  之间的关系( $w, \Phi$ )。 $\Phi$  为信息披露量,若  $\Phi' > \Phi$ ,则说明  $\Phi'$  的信息量较多。

2. 代理人向委托人披露公司经营的相关信息。

3. 委托人根据收到的信息,决定是否继续履约。如果继续履约,则支付给代理人薪酬  $w$ ,而委托人获得剩余。如果不继续履约,则委托人和代理人都只得到保留效用。

4. 假定委托人的效用函数为  $\pi(\Phi) - w$ ,代理人的效用函数为  $v(w) - \mu(\Phi)$ 。其中,  $\pi' > 0, \pi'' < 0, v' > 0, v'' < 0, \mu' > 0, \mu'' > 0$ 。即披露的信息量越多,公司的价值越高,<sup>②</sup>但增加速度是下降的,因为信息披露也有对公司不利的一面(Leuz 和 Wysocki, 2006);薪酬越高,管理层效用越高,但边际递减;信息披露量越多,代理人的信息寻租能力越低,但降低速度是递增的。

我们首先分析委托人拥有全部讨价还价能力的情况。假定委托人的讨价还价能力为  $\lambda$  ( $\lambda \in [0, 1]$ )。由于代理人没有信息寻租能力,  $\lambda = 1$ ,此时薪酬契约为  $U(w) = \mu(\Phi) = U_0$ ,其中  $U_0$  为代理人的保留效用。又由于  $v, \mu$  为单调增函数,有  $\Phi = \mu^{-1}(v(w) - U_A)$ 。委托人的最

优化问题为:

$$\begin{aligned} & \text{Max}_w \pi(\Phi) - w \\ \text{s. t. } & \Phi = \mu^{-1}(v(w) - U_A) \end{aligned}$$

委托人拥有全部讨价还价能力时的最优薪酬契约为 $(w^*, \Phi^*)$ 。

当委托人完全不能判断代理人所提供信息的质量时,代理人拥有全部的讨价还价能力(即 $\lambda=0$ ),他们可以通过信息优势寻租,但必须满足委托人的参与约束,于是有 $\pi(\Phi) - w = U_P$ 。代理人的最优化问题为:

$$\begin{aligned} & \text{Max}_w v(w) - \mu(\Phi) \\ \text{s. t. } & \Phi = \pi^{-1}(w + U_P) \end{aligned}$$

代理人拥有全部讨价还价能力时的最优薪酬契约为 $(w^*, \Phi^*)$ 。

当委托人和代理人都拥有一定的讨价还价能力即 $\lambda \in (0, 1)$ 时,最优薪酬契约 $(w^\lambda, \Phi^\lambda)$ 可以通过求解以下最优化问题得到:

$$\text{Max}_{w, \Phi} \lambda^* (\pi(\Phi) - w - U_P) + (1 - \lambda^*) (v(w) - \mu(\Phi) - U_A)$$

其中, $\lambda^*$ 为均衡时的讨价还价能力。

由此,我们得出以下命题:

命题 1:对任意 $\lambda \in (0, 1)$ 和任意薪酬契约 $(w, \Phi)$ ,有 $w_* < w^\lambda < w^*$ 。

命题 2:对任意 $\lambda \in (0, 1)$ 和任意薪酬契约 $(w, \Phi)$ ,有 $\Phi_* < \Phi^\lambda < \Phi^*$ 。

命题 3:对任意 $\lambda \in (0, 1)$ ,有 $\frac{\partial w(\lambda, \Phi)}{\partial \lambda} < 0$ ,  $\frac{\partial \Phi(\lambda, w)}{\partial w} > 0$ 。

由命题 1 和命题 2 可以看出,均衡时管理层薪酬与信息披露量之间的关系受双方讨价还价能力的影响。具体而言,委托人拥有全部讨价还价能力时得到最多的信息量,支付最低的薪酬;而代理人拥有全部讨价还价能力时得到最高的薪酬,披露最少的信息量。对命题 3 而言,在信息披露量一定时,讨价还价能力越小的委托人支付的薪酬越高;在讨价还价能力一定时,支付高额薪酬的委托人能够得到更多的信息。

## (二)研究假设

在我国资本市场上,由于产权不明晰、投资者保护不足、外部监管不严等原因,上市公司委托人的讨价还价能力较弱。具体而言,约 2/3 的上市公司都是国有控股,所有权人缺失使作为委托人代表的董事会监督激励不足。此时,管理层能够利用自身权力来谋求私人利益,主要表现在:首先,管理层在职消费额巨大(陈冬华等,2005),高管利用自身权力进行薪酬操纵(权小锋等,2010);其次,管理层和大股东合谋,利用关联交易等手段侵占上市公司和中小股东的利益(卢锐等,2011);最后,王克敏和王志超(2007)还发现为了获取高额薪酬,管理层进行盈余管理,降低财务报告质量。以上研究表明,在我国上市公司股东讨价还价能力较弱的前提下,股东向管理层支付高额薪酬并不能提高管理层的信息披露质量。

信息披露质量包括信息披露的及时性、可靠性以及完整性。国内研究使用盈余管理程度(王克敏和王志超,2007)、自愿信息披露详细程度(罗炜和朱春艳,2010)、信息披露数量(汪炜和蒋高峰,2004)等指标来衡量管理层的信息披露质量。但这些指标不足以对上市公司的信息披露质量做出完整而准确的评价。Jin 和 Myers(2006)发现,公司信息透明度越高,市场股价信息含量越高。Hutton 等(2009)也发现,财务信息质量好的美国公司股价信息含量更高。此外,有效市场理论认为信息引导股价的形成。因此,本文使用股价信息含量这一市场指标来测度公司整体的信息披露质量。根据上述分析,我们提出以下假设:

假设1:其他条件不变时,管理层薪酬越高,股价信息含量越低。

中国上市公司治理不足导致管理层薪酬不能有效激励代理人对外披露高质量的信息。那么,公司治理结构的改善应当能够降低管理层薪酬与股价信息含量之间的负相关性。对于产权明晰的公司,委托人更有动力去监管代理人,增强自身讨价还价能力,管理层薪酬与股价信息含量的负相关性应更低。徐晓东和陈小悦(2003)认为,非国有控股企业的所有权人更明确,所以非国有控股企业的管理层薪酬与股价信息含量之间的负相关性应更低。朱国泓和方容岳(2003)调查发现,管理层持股能够优化公司的激励制度,增强管理层的责任心;此外,管理层持股能够使代理人与股东的利益趋于一致,增强代理人披露高质量信息的动机,从而降低管理层薪酬与股价信息含量的负相关性。另外,公司治理效力提高,委托人讨价还价能力增强,增加管理层薪酬补偿以提高信息披露质量的效果应更明显,因此,公司治理指数(张学勇和廖理,2010)越高,管理层薪酬与股价信息含量的负相关性应越低。根据上述分析,我们提出以下假设:

假设2:其他条件不变时,公司的产权越明晰、管理层持股越多、治理指数越高,管理层薪酬与股价信息含量之间的负相关性越低。

对国有企业而言,由于存在薪酬管制,管理层更偏向于隐性福利、政治前途等非货币性收益。此外,国有企业管理层在职消费额巨大,为薪酬的200—300倍(陈冬华等,2005),而巨额的在职消费本身就是公司治理弱化、代理成本增加的体现。我们使用国有企业管理层在职消费进行分析应当能够得到类似的结果。根据上述分析,我们提出以下假设:

假设3:其他条件不变时,国企管理层在职消费与股价信息含量负相关。

### 三、研究设计

#### (一)变量

本文的因变量为股价信息含量。我们主要使用股价特质性波动而非股价非同步性波动作为股价信息含量的测度。Bartram等(2012)认为,股价非同步性波动( $1-R^2$ )同时受市场和行业层面信息的影响,而股价特质性波动仅受公司特质信息的影响。

在实证中,我们主要参考Durnev等(2003)和Zhang(2010)的方法计算股价特质性波动。我们使用Durnev等(2003)的模型,对公司周回报率按年进行回归:

$$r_{j,t} = \beta_{j,0} + \beta_{j,1}r_{m,t} + \beta_{j,2}r_{m,t-1} + \beta_{j,3}r_{i,t} + \beta_{j,4}r_{i,t-1} + \epsilon_{j,t}$$

其中, $r_{j,t}$ 为公司 $j$ 在 $t$ 周考虑现金红利再投资的个股回报率, $r_{m,t}$ ( $r_{m,t-1}$ )为 $t$ ( $t-1$ )周沪深两市A股经个股流通市值加权的周回报率, $r_{i,t}$ ( $r_{i,t-1}$ )为 $t$ ( $t-1$ )周公司 $j$ 所在行业 $i$ 经个股流通市值加权的周回报率, $\epsilon_{j,t}$ 为残差。残差值的年标准差即为公司 $j$ 在该年的股价特质性波动,记为 $PI1$ 。

根据Zhang(2010)的方法,我们首先要计算A股市场每周的Fama-French三因子 $MKT$ 、 $SMB$ 和 $HML$ ,然后按年对如下模型进行回归:

$$r_{j,t} - r_t = \beta_{j,1}MKT_t + \beta_{j,2}SMB_t + \beta_{j,3}HML_t + \epsilon_{j,t}$$

其中, $r_{j,t}$ 为公司 $j$ 在 $t$ 周考虑现金红利再投资的个股回报率。 $r_t$ 为无风险利率,我们使用一周银行定期存款利率。 $MKT_t$ 、 $SMB_t$ 和 $HML_t$ 为 $t$ 周的Fama-French三因子, $\epsilon_{j,t}$ 为残差。残差值的年标准差即为公司 $j$ 在该年的股价特质性波动,记为 $PI2$ 。

本文使用公司前三位高管薪酬总额( $Exc\_Pay$ ,万元)和公司管理层薪酬总额( $T\_Pay$ ,万元)来测度管理层薪酬。国企管理层在职消费金额巨大,本文使用在职消费作为国企的代理成

本。我们借鉴权小锋等(2010)的方法计算国企在职消费,计算公式为:国企在职消费(*Sperks*)=管理费用—董事、监事、高管成员薪酬—当年计提坏账准备—当年计提存货跌价准备—当年无形资产摊销。

## (二)模型

本文首先考察管理层薪酬与股价信息含量的关系。我们在 Ferreira 和 Laux(2007)的模型基础上,控制了 Gul 等(2010)中影响股价信息含量的中国上市公司治理因素,模型如下:

$$PI_{i,t} = \beta_1 \log(\text{pay}_{i,t-1}) + \beta_g \text{corporate\_governance\_variables}_{i,t-1} + \beta_f \text{corporate\_fundamental\_variables}_{i,t-1} + \beta_2 \text{crosslist\_dummy} + \beta_3 \text{exchange\_place\_dummy} + \text{industry\_dummy} + \text{time\_dummy} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

为了减轻反向因果关系导致的内生性问题,本文按照 Ferreira 和 Laux(2007)的方法,使用自变量的滞后一期值作为前定变量进行回归。公司治理变量包括控股人性质、最大股东持股比例、股权制衡度、董事会规模、独立董事比例、年度董事会会议次数、审计公司类型和审计意见虚拟变量。公司基本面变量包括公司资产规模、杠杆率、市账比、每股盈利、每股盈利波动、上市年限和分红虚拟变量。外部监管变量包括交叉上市和上市地点虚拟变量。此外,本文还控制了行业固定效应和时间固定效应。如果(1)式中  $\beta_1$  显著为负,则说明管理层薪酬越高的公司股价信息含量越低。

本文然后考察委托代理双方的讨价还价能力对管理层薪酬与股价信息含量关系的影响,模型如下:

$$PI_{i,t} = \beta_1 \log(\text{pay}_{i,t-1}) + \beta_2 \text{bargain\_power}_{i,t-1} + \beta_3 \log(\text{pay}_{i,t-1}) \times \text{bargain\_power}_{i,t-1} + \beta_g \text{corporate\_governance\_variables}_{i,t-1} + \beta_f \text{corporate\_fundamental\_variables}_{i,t-1} + \beta_4 \text{crosslist\_dummy} + \beta_5 \text{exchange\_place\_dummy} + \text{industry\_dummy} + \text{time\_dummy} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

本文分别使用上市公司的产权性质、管理层持股以及公司治理指数来测度委托人在(薪酬,信息披露量)博弈中的讨价还价能力。

本文最后考察国有企业高管在职消费与股价信息含量的关系,模型参照(1)式。

## 四、实证检验

### (一)数据与描述性统计

本文的数据来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。其中,考虑现金红利再投资的股票周回报率、一年期银行定期存款利率、管理层薪酬以及公司治理因素数据来自 CSMAR“中国上市公司治理结构研究数据库”,公司基本面、外部监管以及行业分类数据来自 Wind 数据库。初始样本为 A 股上市公司 2007—2011 年的年度数据。为了保证估计的稳健性,我们剔除了深市创业板上市公司、金融行业上市公司、停牌导致数据缺失的公司以及年交易周数小于 28 周的样本,最后得到 7 480 个样本观测值。

从前三位高管薪酬总额(*Excu\_Pay*)和管理层薪酬总额(*T\_Pay*)来看,我国上市公司高管薪酬存在较大差距。样本中有 8 个观测值的当年前三位高管薪酬总额为零,而最高的是万科 2011 年的 1 693 万元。上市公司高管最高持股量为 1 320 万股,国有上市公司高管在职消费最高的是中石油 2011 年的 74.6 亿元。此外,样本中在深交所上市的观测值占 50.51%,发行 B 股和在海外交叉上市的观测值占 8.29%。

### (二)管理层薪酬与股价信息含量

我们从表 1 中可以得到以下结果:首先,管理层薪酬与股价信息含量显著负相关。以列

(1)为例,前三位高管薪酬总额每提高1个百分点,股价信息含量将降低0.36个百分点。在控制公司基本面因素之后,前三位高管薪酬总额对股价信息含量的影响减弱,但仍在5%的水平上显著(见列(5))。在控制公司治理因素后,前三位高管薪酬总额与股价信息含量仍显著负相关(见列(11))。我们还使用上市公司管理层薪酬总额( $T\_Pay$ )作为管理层薪酬的测度,得到了一致的结论。

其次,上市公司规模与股价信息含量显著负相关;公司杠杆率与股价信息含量正相关;公司的盈利状况与股价信息含量显著负相关,说明当公司的经营状况较差时,投资者更加关注公司的特质信息;公司盈利波动与股价信息含量正相关,说明股价信息含量反映了公司盈利信息,这与Zhang(2010)利用美国市场数据的研究结论一致;公司上市年限、当年是否分红以及上市地点与股价信息含量不显著相关;民营控股上市公司的股价信息含量要高于国有控股上市公司,这与Gul等(2010)的研究结论一致。

最后,交叉上市公司的股价信息含量更高,因为它们在国外面临更高的信息披露要求、更严的监管以及更成熟的投资者。股权集中度与股价信息含量正相关,说明控股股东地位越高,上市公司会对外披露越多的信息。此外,股价信息含量与公司独立董事比例负相关,而与董事会会议次数正相关。这说明我国上市公司独立董事的“花瓶”特质比较明显,而董事会会议向投资者释放了更多的公司特质信息。

表1 管理层薪酬与股价信息含量

|                        | (1)<br>$PI1$            | (2)<br>$PI2$           | (3)<br>$PI1$            | (4)<br>$PI2$           | (5)<br>$PI1$            | (6)<br>$PI2$            | (7)<br>$PI1$            | (8)<br>$PI2$            | (9)<br>$PI1$            | (10)<br>$PI2$           | (11)<br>$PI1$           | (12)<br>$PI2$           |
|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| $Excu\_Pay$            | -0.0036***<br>(-10.347) | -0.0024***<br>(-7.600) |                         |                        | -0.0007**<br>(-2.442)   | -0.0004**<br>(-2.299)   |                         |                         | -0.0006**<br>(-2.244)   | -0.0004**<br>(-2.219)   |                         |                         |
| $T\_Pay$               |                         |                        | -0.0041***<br>(-12.437) | -0.0027***<br>(-9.087) |                         |                         | -0.0009***<br>(-2.611)  | -0.0006**<br>(-2.327)   |                         |                         | -0.0015**<br>(-2.342)   | -0.0006**<br>(-2.314)   |
| $Shrh\_fd$             |                         |                        |                         |                        |                         |                         |                         |                         | 0.0059***<br>(2.766)    | 0.0062***<br>(3.138)    | 0.0053**<br>(2.464)     | 0.0057***<br>(2.845)    |
| $Indpt\_Boards\_Ratio$ |                         |                        |                         |                        |                         |                         |                         |                         | -0.0081**<br>(-2.119)   | -0.0094***<br>(-2.601)  | -0.0081**<br>(-2.114)   | -0.0093***<br>(-2.586)  |
| $Board\_Meet\_N$       |                         |                        |                         |                        |                         |                         |                         |                         | 0.0001**<br>(2.063)     | 0.0001***<br>(2.686)    | 0.0001**<br>(2.040)     | 0.0001***<br>(2.692)    |
| $Crosslist\_Dum$       |                         |                        |                         |                        |                         |                         |                         |                         | 0.0034***<br>(3.870)    | 0.0029***<br>(3.528)    | 0.0033***<br>(3.678)    | 0.0028***<br>(3.401)    |
| $Size$                 |                         |                        |                         |                        | -0.0045***<br>(-18.059) | -0.0027***<br>(-11.399) | -0.0045***<br>(-17.256) | -0.0027***<br>(-10.863) | -0.0048***<br>(-16.698) | -0.0030***<br>(-11.234) | -0.0047***<br>(-15.937) | -0.0029***<br>(-10.701) |
| $Leverage$             |                         |                        |                         |                        | 0.0121***<br>(8.347)    | 0.0110***<br>(7.902)    | 0.0121***<br>(8.347)    | 0.0109***<br>(7.874)    | 0.0125***<br>(8.502)    | 0.0112***<br>(7.918)    | 0.0124***<br>(8.440)    | 0.0111***<br>(7.848)    |
| $B\_M$                 |                         |                        |                         |                        | 0.0003<br>(0.281)       | -0.0037***<br>(-3.058)  | 0.0003<br>(0.222)       | -0.0037***<br>(-3.143)  | -0.0001<br>(-0.091)     | -0.0041***<br>(-3.395)  | -0.0001<br>(-0.090)     | -0.0041***<br>(-3.421)  |
| $Eps$                  |                         |                        |                         |                        | -0.0150***<br>(-3.039)  | -0.0136***<br>(-2.885)  | -0.0147***<br>(-2.994)  | -0.0133***<br>(-2.829)  | -0.0159***<br>(-3.172)  | -0.0149***<br>(-3.114)  | -0.0155***<br>(-3.121)  | -0.0146***<br>(-3.044)  |
| $Veeps$                |                         |                        |                         |                        | 0.0114***<br>(2.880)    | 0.0085**<br>(2.034)     | 0.0113***<br>(2.879)    | 0.0084**<br>(2.055)     | 0.0105***<br>(2.624)    | 0.0076*<br>(1.813)      | 0.0105***<br>(2.648)    | 0.0077*<br>(1.853)      |
| $Divi\_Dum$            |                         |                        |                         |                        | -0.0009*<br>(-1.796)    | -0.0006<br>(-1.266)     | -0.0008*<br>(-1.754)    | -0.0006<br>(-1.182)     | -0.0009*<br>(-1.873)    | -0.0007<br>(-1.394)     | -0.0009*<br>(-1.819)    | -0.0006<br>(-1.293)     |
| $Priv\_Dum$            |                         |                        |                         |                        | 0.0010*<br>(1.843)      | 0.0008<br>(1.642)       | 0.0009*<br>(1.726)      | 0.0007<br>(1.528)       | 0.0010*<br>(1.926)      | 0.0009*<br>(1.794)      | 0.0010*<br>(1.808)      | 0.0008*<br>(1.679)      |
| $\_Cons$               | 0.0554***<br>(25.785)   | 0.0487***<br>(25.087)  | 0.0616***<br>(26.833)   | 0.0527***<br>(25.270)  | 0.0940***<br>(30.394)   | 0.0720***<br>(24.483)   | 0.0949***<br>(30.662)   | 0.0727***<br>(24.584)   | 0.1011***<br>(24.766)   | 0.0781***<br>(20.333)   | 0.1018***<br>(25.045)   | 0.0787***<br>(20.558)   |
| 行业和时间效应                | 控制                      | 控制                     | 控制                      | 控制                     | 控制                      | 控制                      | 控制                      | 控制                      | 控制                      | 控制                      | 控制                      | 控制                      |
| $Adj\_R^2$             | 0.2243                  | 0.2290                 | 0.2319                  | 0.2320                 | 0.3207                  | 0.2836                  | 0.3203                  | 0.2830                  | 0.3277                  | 0.2898                  | 0.3269                  | 0.2888                  |
| $N$                    | 5 723                   | 5 723                  | 5 742                   | 5 742                  | 5 710                   | 5 710                   | 5 729                   | 5 729                   | 5 642                   | 5 642                   | 5 661                   | 5 661                   |

注:\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平,下表同。限于篇幅,表中未报告不显著的控制变量估计结果。

(三) 委托人讨价还价能力对管理层薪酬与股价信息含量关系的影响

我国大部分上市公司产权不明晰、对中小投资者保护缺失，这弱化了委托人的讨价还价能力，造成管理层薪酬与股价信息含量负相关。那么，这些因素的变化可能影响管理层薪酬与股价信息含量的关系。为此，本文从所有权性质、管理层持股和公司整体治理效力三个方面讨论它们对管理层薪酬与股价信息含量关系的影响。

我们认为，管理层薪酬不能激励其向投资者披露更多信息的原因在于，我国上市公司大部分为国有控股企业，所有权虚置导致委托人对其与代理人的契约缺乏约束力。徐晓东和陈小悦(2002)等研究指出，民营上市公司的管理层面面临来自大股东更多的监督。因此，明晰产权能够降低管理层薪酬与股价信息含量的负相关性。实证结果见表 2 中列(1)—列(4)，我们主要考察所有权性质与管理层薪酬的交叉项。可以看到，民营企业管理层薪酬与股价信息含量的负相关性显著低于国有企业。

朱国泓和方容岳(2003)调查发现，管理层持股能够优化公司的激励制度，增强管理层的责任心。因此，我们认为管理层持股能够使管理层与股东的利益趋于一致，降低管理层薪酬与股价信息含量的负相关性。实证结果见表 2 中列(5)—列(8)，我们主要考察管理层持股与管理层薪酬的交叉项。结果表明，管理层持股每增加 1 个单位，管理层薪酬与股价信息含量的负相关性将降低 0.07—0.08 个百分点。

公司治理效力增强能够提高委托人的监督能力，强化委托人与代理人契约的约束力。因此，我们认为公司治理效力增强能够降低管理层薪酬与股价信息含量之间的负相关性。我们按照张学勇和廖理(2010)的方法构建了公司治理指数  $Cgi$ 。 $Cgi$  越高，公司治理效力越强。实证结果见表 2 中列(9)—列(12)，我们主要考察公司治理指数与管理层薪酬的交叉项。可以看到，公司治理效力越强，管理层薪酬与股价信息含量的负相关性越低。公司治理指数每提高 1 个单位，管理层薪酬与股价信息含量的负相关性将降低 0.06—0.09 个百分点。

表 2 委托人讨价还价能力、管理层薪酬与股价信息含量

|                               | (1)                    | (2)                   | (3)                    | (4)                   | (5)                   | (6)                   | (7)                    | (8)                   | (9)                    | (10)                  | (11)                   | (12)                   |
|-------------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
|                               | $PI1$                  | $PI2$                 | $PI1$                  | $PI2$                 | $PI1$                 | $PI2$                 | $PI1$                  | $PI2$                 | $PI1$                  | $PI2$                 | $PI1$                  | $PI2$                  |
| $Excu\_Pay \times Prv\_Dum$   | 0.0013**<br>(2.564)    | 0.0009*<br>(1.733)    |                        |                       |                       |                       |                        |                       |                        |                       |                        |                        |
| $Excu\_Pay$                   | -0.0008***<br>(-2.955) | -0.0005**<br>(-2.344) |                        |                       | -0.0011**<br>(-2.349) | -0.0008*<br>(-1.822)  |                        |                       | -0.0006**<br>(-2.361)  | -0.0003*<br>(-1.681)  |                        |                        |
| $T\_Pay \times Prv\_Dum$      |                        |                       | 0.0010*<br>(1.713)     | 0.0007<br>(1.294)     |                       |                       |                        |                       |                        |                       |                        |                        |
| $T\_Pay$                      |                        |                       | -0.0013***<br>(-3.217) | -0.0009**<br>(-2.392) |                       |                       | -0.0013***<br>(-2.755) | -0.0010**<br>(-2.289) |                        |                       | -0.0009**<br>(-2.186)  | -0.0006*<br>(-1.920)   |
| $Ex\_Pay \times Ex\_Shr\_Dum$ |                        |                       |                        |                       | 0.0008**<br>(2.470)   | 0.0007**<br>(2.282)   |                        |                       |                        |                       |                        |                        |
| $Excu\_Share\_Dum$            |                        |                       |                        |                       | -0.0034**<br>(-2.280) | -0.0027**<br>(-2.086) | -0.0036**<br>(-2.131)  | -0.0032**<br>(-2.063) |                        |                       |                        |                        |
| $T\_Pay \times Ex\_Shr\_Dum$  |                        |                       |                        |                       |                       |                       | 0.0007**<br>(2.305)    | 0.0007**<br>(2.242)   |                        |                       |                        |                        |
| $Excu\_Pay \times Cgi\_Dum$   |                        |                       |                        |                       |                       |                       |                        |                       | 0.0008**<br>(2.324)    | 0.0009**<br>(2.542)   |                        |                        |
| $Cgi\_Dum$                    |                        |                       |                        |                       |                       |                       |                        |                       | -0.0017***<br>(-3.242) | 0.0020***<br>(-3.387) | -0.0019***<br>(-3.341) | -0.0022***<br>(-3.521) |
| $T\_Pay \times Cgi\_Dum$      |                        |                       |                        |                       |                       |                       |                        |                       |                        |                       | 0.0006**<br>(2.418)    | 0.0008**<br>(2.584)    |
| $Priv\_Dum$                   | -0.0065**<br>(-2.170)  | -0.0036<br>(-1.495)   | -0.0046<br>(-1.367)    | -0.0033<br>(-1.012)   | 0.0010**<br>(1.998)   | 0.0008*<br>(1.751)    | 0.0009*<br>(1.824)     | 0.0008<br>(1.581)     | 0.0011**<br>(2.063)    | 0.0009*<br>(1.881)    | 0.0010*<br>(1.924)     | 0.0009*<br>(1.749)     |
| $\_Cons$                      | 0.0999***<br>(28.174)  | 0.0781***<br>(23.393) | 0.1020***<br>(28.466)  | 0.0796***<br>(23.580) | 0.1012***<br>(28.073) | 0.0792***<br>(23.040) | 0.1022***<br>(27.378)  | 0.0802***<br>(22.511) | 0.0990***<br>(26.817)  | 0.0772***<br>(22.160) | 0.1004***<br>(26.492)  | 0.0782***<br>(21.825)  |
| 行业与时间效应                       | 控制                     | 控制                    | 控制                     | 控制                    | 控制                    | 控制                    | 控制                     | 控制                    | 控制                     | 控制                    | 控制                     | 控制                     |
| $Adj\_R^2$                    | 0.3357                 | 0.2897                | 0.3267                 | 0.2891                | 0.3273                | 0.2896                | 0.3266                 | 0.2887                | 0.3268                 | 0.2892                | 0.3261                 | 0.2883                 |
| $N$                           | 5 642                  | 5 642                 | 5 661                  | 5 661                 | 5 642                 | 5 642                 | 5 661                  | 5 661                 | 5 642                  | 5 642                 | 5 661                  | 5 661                  |

注：限于篇幅，表中未报告控制变量估计结果，下表同。

(四) 国企管理层在职消费与股价特质性波动

对国有企业而言,巨额的在职消费本身就是公司治理弱化、代理成本增加的体现。因此,我们认为国有企业管理层在职消费越高,股价信息含量越低。我们使用国企高管在职消费作为关注的自变量来检验假设 3。实证结果见表 3,可以看到,国企管理层在职消费每提高 1 个百分点,股价信息含量将降低 0.06—0.08 个百分点。这一结果表明,由于我国国企委托人讨价还价能力较弱,在职消费与管理层薪酬类似,没有起到激励管理层向投资者披露更多信息的作用。

表 3 国有企业管理层在职消费对股价信息含量的影响

|                            | (1)<br><i>PI1</i>      | (2)<br><i>PI2</i>      | (3)<br><i>PI1</i>      | (4)<br><i>PI2</i>      |
|----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| <i>Sperks</i>              | −0.0006***<br>(−2.985) | −0.0008***<br>(−4.030) | −0.0006***<br>(−3.048) | −0.0008***<br>(−4.012) |
| <i>Excu_Pay</i>            | −0.0006*<br>(−1.665)   | −0.0007<br>(−1.316)    |                        |                        |
| <i>T_Pay</i>               |                        |                        | −0.0013**<br>(−2.447)  | −0.0012**<br>(−2.275)  |
| <i>_Cons</i>               | 0.0895***<br>(14.796)  | 0.0717***<br>(12.358)  | 0.0909***<br>(15.015)  | 0.0726***<br>(12.534)  |
| 行业与时间效应                    | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.3315                 | 0.2896                 | 0.3346                 | 0.2918                 |
| <i>N</i>                   | 1 528                  | 1 528                  | 1 530                  | 1 530                  |

(五) 稳健性检验

这里我们从以下几个方面来检验结果的稳健性:第一,我们使用总经理的年龄、受教育程度和性别作为管理层薪酬的工具变量,并使用 GMM 和 2SLS 方法进行估计,以减轻模型中的内生性问题。第二,我们以 ROA 和 VROA 作为公司收益及收益波动的测度。第三,我们对样本数据进行了 Winsorize 处理,以排除极端值对结果的影响。第四,我们剔除了深交所中小企业板块的数据,而只考虑沪深两市主板非金融类非 ST 企业。第五,我们参照 Ferreira 等(2011)的研究,以非流动性(*ILLQ*)和股票非同步性( $\frac{1-R^2}{R^2}$ )作为股价信息含量的测度。检验结果表明,本文结论具有较好的稳健性。

五、结 论

股东与管理层之间的信息不对称是导致上市公司委托代理问题的主要原因。如何减弱管理层的信息优势以缓解代理问题是公司财务领域的基础课题之一。本文试图从增加管理层薪酬补偿以激励其对外披露更多信息的角度来研究这一课题。但实证结果显示,我国上市公司管理层薪酬与其信息披露量负相关。本文的理论模型解释了这一现象,即管理层薪酬与信息披露量的关系受委托代理双方讨价还价能力的影响。委托人丧失讨价还价能力时支付给代理人最高的薪酬,却得到最少的信息披露量。本文进一步证实了上市公司治理结构的缺陷导致股东讨价还价能力较弱是管理层薪酬与股价信息含量负相关的原因。明晰产权、增加管理层持股以及改善公司治理结构能显著降低管理层薪酬与股价信息含量的负相关性。此外,作为类比,我们发现国企高管在职消费与股价信息含量也负相关。

本文的结果表明,我国上市公司治理结构的缺陷导致股东在“管理层薪酬和信息披露量”

契约中的讨价还价能力较弱。只有先完善公司的治理结构(如明晰产权、加强投资者保护、增加管理层股权激励等),股东才能通过支付给管理层高额薪酬来获得更多的信息披露量。

\* 本文系 2013 年中国金融国际年会会议论文修改稿,作者感谢中山大学周开国老师和李善民老师、复旦大学吕长江老师、重庆大学辛清泉老师以及匿名审稿人对本文提出的建议与意见,当然文责自负。

#### 注释:

- ①股东的讨价还价能力是指其监督管理层和识别管理层信息披露质量的能力,管理层的讨价还价能力是指其隐瞒甚至操纵信息以获得最大利益的能力。
- ②信息披露质量越高,公司价值越高,这是因为:第一,信息披露质量高的公司代理成本低;第二,信息披露质量高的公司融资成本低。

#### 主要参考文献:

- [1]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92—101.
- [2]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.
- [3]卢锐,柳建华,许宁.内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J].会计研究,2011,(10):42—48.
- [4]罗炜,朱春艳.代理成本与公司自愿性披露[J].经济研究,2010,(10):143—155.
- [5]王克敏,王志超.高管控制权、报酬与盈余管理:基于中国上市公司的实证研究[J].管理世界,2007,(7):111—119.
- [6]汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J].经济研究,2004,(7):107—114.
- [7]徐晓东,陈小悦.第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J].经济研究,2003,(2):64—74.
- [8]张学勇,廖理.股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J].经济研究,2010,(4):28—39.
- [9]朱国泓,方荣岳.管理层持股:沪市公司管理层的观点[J].管理世界,2003,(5):125—134.
- [10]Bartram S, Brown G, Stulz R. Why are US stocks more volatile?[J]. Journal of Finance, 2012, 67(4): 1329—1370.
- [11]Brown D P, Ferreira M A. Information in the idiosyncratic volatility of small firms[R]. Working Paper, University of Wisconsin, 2004.
- [12]Brown G, Kapadia N. Firm-specific risk and equity market development[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(2): 358—388.
- [13]Ferreira D, Ferreira M A, Raposo C C. Board structure and price informativeness[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(3): 523—545.
- [14]Ferreira M A, Laux P A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow[J]. Journal of Finance, 2007, 62(2): 951—989.
- [15]Gul F A, Kim J-B, Qiu A A. Ownership, concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3): 425—442.
- [16]Hartzell J C, Starks L T. Institutional investors and executive compensation[J]. Journal of Finance, 2003, 58(6): 2351—2374.
- [17]Hermalin B E, Weisbach M S. Information disclosure and corporate governance[J]. Journal of Finance, 2012, 67(1): 195—233.
- [18]Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial report,  $R^2$ , and crash risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67—86.
- [19]Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives[J]. Journal of Political economy, 1990, 98(2): 225—264.
- [20]Jin L, Myers S.  $R^2$  around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006,

79(2):257—292.

[21]Roll R.R<sup>2</sup>[J].Journal of Finance,1988,43(3):541—566.

[22]Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J].Journal of Finance, 1997, 52(2): 737—783.

[23]Zhang C. A reexamination of the causes of time-varying stock return volatilities[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2010,45(3):663—684.

## Can the Increase in Manager Compensation Improve the Information on Stock Prices?

XIAO Hao, KONG Ai-guo

(School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** How to weaken the information advantages of the management to relieve principal-agent problem is a basic topic in corporate finance. This paper provides a solution to this problem through a test of the relationship between manager compensation and the information on stock prices. It shows that manager compensation in Chinese listed companies is negatively correlated to the information on stock prices, and the clarification of property rights, the increase in managerial shareholding and the rise in overall corporate governance significantly reduce this negative correlation. Furthermore, it also concludes that perquisite consumption of SOE executives is negatively correlated to the information on stock prices. It suggests that listed companies should first perfect governance structure in China to motivate the management to disclose more information through salary compensation.

**Key words:** manager compensation; firm-specific volatility of stock returns; nature of ownership; managerial shareholding; corporate governance; perquisite consumption

(责任编辑 康健)

(上接第 29 页)in fiscal expenditure of adjacent areas by 1% leads to the rise in local fiscal expenditure by 0.64%—0.72%. It further estimates the spatial spillover effects of local production expenditure and its impact on regional integration, and the spatial spillover effects of livelihood expenditure such as science, education, culture, hygiene and social welfare, in order to provide a more detailed path choice and a breakthrough for the advancement of regional integration across administrative divisions through cooperative governance of local governments and solve barriers to integration development resulting from administrative divisions and local benefits.

**Key words:** cross-border spillover effect; local fiscal expenditure; regional integration

(责任编辑 许柏)