

国有企业高管“限薪令”有效性研究^{*}

常风林 周慧 岳希明

内容提要:本文以2009年《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》为基准研究对象,考察政府限制性薪酬政策对国有企业高管薪酬的影响。基于不同股权性质的双重差分实证结果表明,无论是企业整体层面还是总经理个人层面“限薪令2009”在统计上都是无效的,年度差分效应也显示该政策无效,稳健性检验同样表明“限薪令2009”未能限制央企负责人薪酬过快增长。最后,采用类似研究方法分析认为“八项规定”和“限薪令2015”政策有效抑制了国有企业负责人薪酬的过快增长,限薪效果集中于地方国有企业,薪酬下降幅度约为3%~6%。在加快国有企业高管薪酬市场化改革同时,仍需充分发挥政府限制性薪酬政策的作用。

关键词:政府限薪令 国有企业 高管薪酬 双重差分

一、引言

国有企业高管薪酬分配制度既是国有企业改革和建立现代企业制度的重要组成部分,同时更关乎社会公平正义,对国有企业健康发展和形成合理有序的收入分配格局具有重要意义。21世纪以来,伴随着收入分配制度的改革,国有企业高管的“高工资”引发了公众的高度关注,增加了社会对收入分配两极分化的担忧。

对国有企业薪酬的管制可以追溯到1992年,上海市最早试点国有企业经营者年薪制。20世纪末,30个省(直辖市、自治区)先后制定下发年薪制政策,近万户国有企业开展年薪制试点。2003年开始实行主要同经营业绩挂钩、区别于政府官员的绩效薪酬制度。2009年9月16日,人力资源和社会保障部联合财政部、国资委等六部委下发《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》^①(简称“限薪令2009”),确定了基本年薪、绩效年薪和中长期激励收益的国有企业高管薪酬制度框架,规定国有企业高管年薪不得超过上年度央企在岗职工平均工资的30倍^②。党的十八大以来,伴随着收入分配制度改革和中纪委对国有企业巡视的推进,国有企

业负责人薪酬改革再度成为政策和舆论焦点。2012年12月中央政治局审议的《关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定》(简称“八项规定”)以及后续的“六条禁令”,对包括国有企业管理层在内的党政领导干部的在职消费等进行了限制性规定。2014年,中央出台《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》(简称“限薪令2015”),规定从2015年1月1日起实施《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》。面对着越来越严格的高管限薪政策,国有企业负责人会如何应对,其高薪酬水平是否会因限薪政策而有所下降,这些都引发了政策制定者和公众普遍关注。

从所有权的角度来看,虽然政府试图通过基本工资、绩效工资以及中长期激励收益的方式对国有企业高管薪酬加以规范,但国有企业所有权的特殊性决定了管理员工资不可能完全市场化。国有企业薪酬机制的决定权事实上仍然属于企业管理层,在信息明显不对称以及“内部人控制”现象广泛存在的情况下,国有企业管理层有动机也有能力制定对自己有利的薪酬方案。因此,近年来虽然中央政府规定薪酬限额,现实情况却是高管薪酬不断增长,并且最高薪酬数据不断被刷新,个别国有垄断企业的

^{*} 常风林、周慧、岳希明,中国人民大学财政金融学院,邮政编码:100872,电子邮箱:changfl1805@aliyun.com, zhouhui2015@ruc.edu.cn, yue@ruc.edu.cn。本研究得到了教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“转型时期中国的行业垄断与居民收入分配研究”(12JZD030)和自然科学基金项目“寻求缩小我国居民收入差距的最有效手段”(71473257)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。

高管薪酬尤其高。基于这些现象,考察政府限制薪酬政策的实施效果就显得极为重要。“限薪令”是否达到抑制国有企业高管薪酬过快增长的目的?在中央企业高管薪酬受到管制的背景下,地方国有企业、非国有企业高管薪酬是否呈现相同的反应机制?

本文主要采用双重差分(DID)模型分析不同所有制企业负责人薪酬是否受政府限薪政策的影响,并以“限薪令 2009”作为基准研究对象,同时对“八项规定”和“限薪令 2015”进行拓展分析。与现有文献相比,本文主要有两点贡献。第一,使用双重差分模型,论证分析了政府薪酬管制政策评估的直接效果,补充了政府薪酬管制政策评估方法,这可能是本文在目前国有企业高管薪酬研究进程中的方法论贡献;第二,对比分析了“限薪令 2009”“八项规定”“限薪令 2015”等不同时期政府薪酬管制政策在限制高管薪酬过快增长方面的效果,对限薪政策实践有指导意义。

二、文献综述

近年来,政府相继出台国有企业高管限薪政策,反映了政府对国有企业高管与普通员工薪酬差距“不合理”现状的担忧(王芳、李实,2015),因此限薪有其必要性。

国内关于政府薪酬管制政策的代表性研究主要有三个方面:第一,政府薪酬的管制干预一定程度上降低了高管薪酬业绩敏感性,限薪不能有效抑制高管薪酬增长(沈艺峰、李培功,2010;刘星等,2012;王传彬等,2012)。第二,国有企业高管高度行政化或官员化的背景,降低了企业绩效与高管薪酬的敏感度(唐松、孙铮,2014;刘慧龙等,2010),使得政府限薪政策效果不明显。由于国有企业负责人兼具行政职务和企业经营者双重身份,因此既不能完全按照公务员薪酬制度也不能完全按照市场机制来决定国有企业高管薪酬,这也是政府进行薪酬管制的重要原因。从国有企业高管行政化的角度来看,政治干预和激励模糊了高管的企业家身份,政府主管部门对国有企业高管薪酬有进行管制的倾向,同时高管薪酬的非市场化为政府主管部门实施薪酬管制提供了现实条件。随着“官员身份”和“企业家身份”的动态移动,“政治迎合”使得国有企业高管偏离企业利润最大化,降低了经营性和企业绩效(黄再胜、王玉,2009;周传雄、朱卫平,2010)。尽管限制性薪酬政策主要是为了抑制薪酬过度增长,但是政府仍会根据不同时期在“国有企业高管积极性”和“社会公平”之间进行权衡和选择。受到“官员型高管”的

特征影响,限薪对高管薪酬效果并不十分显著(王超恩、韦伟龙,2013)。国有企业经理人兼任薪酬委员会成员提高了薪酬对业绩的敏感度,政府的干预使得经理薪酬对业绩的敏感性程度降低,薪酬制度市场化改革更有利于市场发挥激励作用(谢德仁等,2012;辛清泉、谭伟强,2009)。第三,一些对金融行业的限薪效果评估认为,限薪令使得国有控股银行高管薪酬差距明显降低(张栋、郑红媛,2014)。薪酬管制的直接效果主要集中在高管人员在职消费以及高管腐败现象,管制的存在提高了高管在职消费和腐败水平(陈信元等,2009;梅洁,2015)。

国外研究方面,Jarque(2008)认为高管薪酬的限制主要集中于税收和公司治理,例如1993年实施“百万美元规则”(million dollar rule)^①,要求企业所得税前高管非绩效型薪酬的扣除不得超过一百万美元;2002年的萨班斯—奥克斯利法案(SOX)则强化了高管和薪酬委员会的法律责任^②。高管薪酬的上涨主要是股票和期权收入的增加,而并非工资,资本所得具有递延的特点,往往还伴随着税收收益。Miller & Scholes(2002)通过比较不同类型的高管薪酬支付方式下的公司税后收益认为税收收益的影响效应较小。Hall & Liebman(2000)和Perry & Zenner(2001)通过对“百万美元规则”的分析认为,1993年政策实施后,高管非绩效薪酬超过百万美元的公司其高管工资收入增幅变缓,但薪酬业绩敏感性明显增强。此外,对企业公司治理的管制有助于高管与股权所有者的激励一致,尽管可能带来额外负担,超额收益有所下降(Chhaochharia & Grinstein, 2007; Maisondieu-Laforge et al, 2006)。值得注意的是,本文所指国有企业限制薪酬制度,不同于国外管制经济学中的“薪酬管制”(Regulation on CEO Pay)。国外的高管薪酬管制主要通过税收、公司治理等方面影响薪酬—业绩敏感性从而对高管薪酬进行间接调控(Jarque, 2008; Dittmann et al, 2011),并非对高管与普通员工薪酬差距的直接规定。

由此可见,尽管当前国内外研究国有企业薪酬管制、政府干预对企业绩效影响的文献已经较为丰富,且多数认为政府薪酬管制会损害企业绩效。但整体上呈现两方面不足:一是研究薪酬管制的直接经济影响多集中在高管在职消费和腐败,一些考察政府薪酬管制政策对企业高管薪酬收入直接影响的实证方法也存在局限,研究数据时限短,无法体现政策实施可能的延迟效应(沈艺峰、李培功,2010;梅洁,2015);二是有关薪酬管制与企业绩效的实证文

献多集中通过分析薪酬管制对企业业绩的影响,进而间接影响高管薪酬,缺乏集中分析不同股权性质下薪酬管制政策的直接效果。我国国有企业薪酬改革已经持续30余年,市场化改革已经进入了“攻坚期”与“深水区”,依靠行政主导的国企高管薪酬改革是否达到了政策制定者的目标,亟须对政府限制性薪酬政策的干预效果进行全面客观地评估,以便为后续政策制定提供有价值的参考。

三、数据来源与研究设计

本文以2009年为政策实施冲击时点,构造自然实验条件(2005—2012),考察“限薪令2009”是否对国有企业(剔除金融行业)^⑤负责人薪酬过快增长产生抑制作用,并且分析在不同所有制下的效果差异。计量模型主要分为企业层面和个人层面两个维度进行研究。直观来看,限薪的直接对象是企业负责人,通常可以认为负责人就是企业年薪最高的管理人员,因此企业层面选取上市公司董事、监事、高管人员(简称董监高)前三名人均薪酬^⑥,个人层面选择国有上市公司总经理年度薪酬为考察变量。此外,

“八项规定”的研究时间为2010—2014年,“限薪令2015”的研究时间为2014—2015年。

1. 企业数据说明。企业层面数据中,按上市公司代码和报表年度为基准,依次剔除金融业企业、ST股、高管年薪低于普通员工年薪以及最高和最低5%的样本,整理取得2005—2015年共2351家上市公司14349个观测值,是一个非平衡面板数据。其中,整个样本期均存续的企业有170家,持续时间长达5年以上的企业有1682家,占整体企业数的72%,一定程度上保证面板数据的稳定性。后文所有薪酬、资产规模、税前利润、企业所得税和税后净利润数据均使用2005年居民消费价格指数进行调整。

表1提供了企业层面2005—2015年主要变量均值、中位数和方差方面的样本信息。其中,国有企业董事、监事、高管前三名人均薪酬以及高管前三名人均薪酬均高于非国有企业,董事前三名人均薪酬在管理层中最低,并且非国有企业高于国有企业。整体来看,高管人均薪酬水平的绝对值差异较小,但在企业特征、公司治理和垄断行业^⑦等方面均表明国有企业和非国有企业存在差异。

表1 所有样本描述性统计(2005—2015)^⑧

变量名	国有企业			非国有企业		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
董事、监事、高管前三名人均薪酬(元)	431053	365062	267268	404993	330440	255978
高管前三名人均薪酬(元)	399646	336720	249324	361913	298092	229898
董事前三名人均薪酬(元)	332545	268806	230277	355498	292665	226423
企业特征						
资产规模(万元)	697619	227620	3160480	199395	116147	334891
税前利润(万元)	37469	7194	268754	10363	5025	25126
企业所得税(万元)	6128	620	59935	1411	617	3758
税后净利润(万元)	31812	6565	205886	9266	4441	23327
净资产收益率	0.031	0.026	0.152	0.038	0.034	0.090
资产负债率	0.364	0.357	0.232	0.266	0.236	0.260
资本密集度	634.631	2.169	25979.106	437.694	2.128	19834.589
财务杠杆	1.610	0.934	25.710	1.243	0.831	16.526
公司治理						
董事会独立性	0.360	0.333	0.050	0.372	0.333	0.053
董事、监事规模(人数)	13.703	14.000	2.636	11.760	12.000	1.845
管理层持股数量(万股)	270.007	1.625	2658.209	6373.888	2464.727	12032.253
董事长总经理兼任比重	0.101	0.000	0.302	0.349	0.000	0.477
垄断特征						
是否垄断行业比重	0.134	0.000	0.341	0.027	0.000	0.161
观测值个数	6087			8262		

注:资本密集度=总资产/营业收入;财务杠杆=(净利润+所得税费用+财务费用)/(净利润+所得税费用);董事会独立性=独立董事人数/董事会总人数。

图1展示不同所有制性质负责人薪酬增长率的变化趋势。2005—2015年间,国有企业和非国有企业负责人薪酬增长率变化趋势类似,先后经历三次上升两次下降,其中,2007年平均薪酬增长率最高,2008年薪酬增长率为10年来最低。此外,国有企业内部,央企负责人薪酬的波动幅度较地方国有企业更大,这可能是由于央企受到的政治约束更多。“限薪令2009”出台实施后,薪酬实际增长率有所下降,2014年后又有所回升。尽管“限薪令2009”主要针对中央企业负责人,但是结合当前中央与地方国企同步的政治架构(“上行下效”),我们在回归中将所有国有企业(中央和地方)均视为政策调控的对象,以此验证这项旨在抑制央企负责人薪酬过快增长的限薪政策对地方国有企业是否具有同步限制作用^⑨。

2. 总经理数据说明。个人层面研究中,匹配总经理个人信息与企业信息,剔除金融行业、变量缺失值以及报告期薪酬低于普通员工平均薪酬的相关数据,最终获得12811个观测值。

表2展示了样本期间总经理个人特征的描述性统计结果。可以发现,总经理年度薪酬在国有企业

和非国有企业之间的差异较小,国有上市公司总经理平均薪酬为37.8万元,仅高出非国有企业0.16万元。国有企业总经理年龄、男性比重和有职称证书比重均略高于非国有企业,非国有企业在受教育年限和持股数量上高于国有企业。此外,与图1企业整体层面高管薪酬增长的变化趋势类似,上市公司总经理薪酬增长率也呈现明显波动趋势,“限薪令2009”执行后,薪酬增长率整体有所下降。

关于董事、监事和高管前三名平均薪酬和总经理年度薪酬的描述性统计结果表明一定程度上高管薪酬实际增长率在2010年后有所下降,但是否确实受到“限薪令2009”的影响,以及该政策对高管年度薪酬影响系数大小成为下一部分实证分析的主要内容。

四、实证模型及结果

考察“限薪令”执行效果实证分析最直接的方式就是比较央企负责人薪酬增长率在限薪前后是否发生明显变化。如果简单比较高管薪酬的增长变化,这一差异除了受到限薪影响外,还可能受到其他同期政策的干扰,例如宏观经济状况、税收政策变动等。

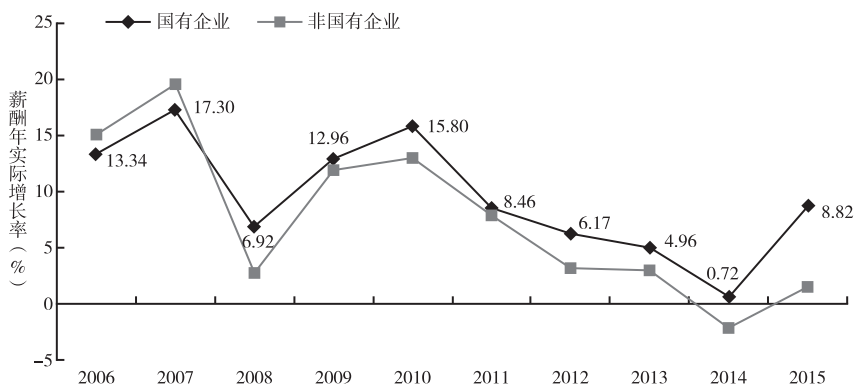


图1 国有企业和非国有企业高管薪酬实际增长率

资料来源:作者绘制。

表2 总经理个人特征的描述性统计

观测变量	国有企业			非国有企业		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
薪酬(元)	378660	320757	240852	377044	305539	245818
年龄	48.446	48.000	5.849	47.176	47.000	6.811
年龄的平方	2381.240	2304.000	574.664	2272.000	2209.000	658.617
受教育年限	11.737	9.000	3.565	12.847	13.000	3.444
男性比重	0.958	1.000	0.200	0.920	1.000	0.272
有职称证书比重	0.366	0.000	0.482	0.339	0.000	0.473
持股数量(股)	531010	0.000	5772923	19831942	353624	52267240
观测值个数	5607			7204		

资料来源:作者计算。

由于高管以及企业自身等异质性,即使是同一个政策,也可能呈现不同的反映,甚至有些政策还可能仅对局部企业有影响。因此,为了更客观准确的衡量政策效应,排除其他共时性因素的干扰,双重差分(DID)成为一个很好的评估方法。基本思路是找到一个对照组,在各方面特征上尽量与政策作用的对象(实验组)相似,用对照组的高管薪酬变化衡量除“限薪令”以外的其他共性因素的影响,再从实验组高管薪酬变化中扣除对照组的薪酬变化,进而计算“限薪令”对高管薪酬的净影响。由于这项政策在部分省市地方国有企业也被参照执行,描述性统计结果也表明地方国有企业与中央企业存在诸多类似特征,因此,在实证分析部分,构造四个双差分实验组^⑩:(1)国有企业与非国有企业;(2)中央企业与地方国有企业;(3)中央企业与非国有企业;(4)地方国有企业与非国有企业。DID的适用有非常严格的平行趋势假设,也就是要求实验组和控制组在限薪政策出台前的趋势维持一致,后文我们参考 Bertrand & Mullainathan(2003)分别对限制条件进行检验。

1. 主要负责人平均薪酬模型。

$$\ln_Wage_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ownership \cdot Post_{09} + \beta X_{i,t} + U_i + V_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)被解释变量为企业主要负责人薪酬(对数),基准分析中采用董事、监事、高管薪酬前三名人均薪酬。对股权性质(*Ownership*)的处理,根据上市公司实际控制人性质设定虚拟变量 *State*,如果实际控制人为国有企业设定 *State* 取 1,非国有企业设定为 0。进一步细分,设定虚拟变量 *CState*,如果实际控制人为中央政府机构(国务院国资委、财政部等部委)、事业单位等则认定为中央企业^⑩,*CState* 取值 1,其余由非中央政府控制的地方国有企业取值 0。结合已有文献,控制变量包括企业特征和公司治理两类:企业特征主要有总资产(对数)、平均净资产收益率、财务杠杆系数、资产负债率、资本密集度;公司治理指标有董事会独立性、管理者持股数量、董事和监事会规模以及董事长与总经理兼任。此外,作为 DID 回归的基本内容,表 3 提供“限薪令 2009”执行前后负责人平均薪酬的绝对值变化。可以看出,

限薪后国有企业和非国有企业负责人薪酬均有所上升,并且国有企业与非国有企业高管薪酬的差距较限薪前也有所增加。

2. 总经理薪酬模型。在企业模型设定的解释变量中加入负责人的个人特征,考察薪酬与企业特征、公司治理和个人特征之间的关系。模型设定为式(2):

$$\ln_Pay_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ownership \cdot Post_{09} + \beta X_{i,t} + U_i + V_i + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

被解释变量为上市公司总经理报告期(年度)薪酬总额(*Pay*)的对数,控制变量(*X*)在企业层面的研究基础上新增企业总经理的个人特征,描述性统计结果见表 2。模型中同时控制企业特征、公司治理、行业特征等因素。

3. 主要负责人限薪效果。表 4 展示企业层面“限薪令 2009”的实证结果。国有企业与非国有企业对照、中央企业与非国有企业对照的结果均表明,尽管双重差分系数为负,但在 10% 的显著性水平上不显著,从统计上来讲“限薪令 2009”是失效的。控制变量中,资产规模对负责人薪酬的影响系数最大,财务杠杆、资产负债率和资本密集度对负责人薪酬的影响较小,回归系数接近 0。负责人薪酬与公司治理各因素之间的回归系数不显著,一定程度表明企业高管薪酬受到的内部治理约束有限。

使用双重差分进行计量分析的前提是实验组和对照组的长期趋势一致,因此采用年度效应虚拟变量对长期趋势进行检验。分别设置政策执行前和执行后相关年份的虚拟变量,与不同股权性质虚拟变量的交互项即是考察年度政策效果的系数,同时,参考 Bertrand & Mullainathan(2003)的研究,该双重差分系数也可以作为实验组和控制组长期趋势的检验系数。表 5 第(1)(3)(4)列中回归系数在 10% 的显著性水平上均不显著,表明国有企业和非国有企业长期趋势满足的基本假定是成立的。同时,“限薪令 2009”不仅整体无效,而且自始无效。尽管中央企业和地方国有企业对照的部分回归系数显著(第(2)列),这恰巧证明了“限薪令 2009”在国有企业内部产生了局部效果。但整体来看,在与非国有企业的对照中是无效的。

表 3 “限薪令 2009”前后国有企业和非国有企业负责人平均薪酬

(单位:万元)

	实验组(国有企业)	对照组(非国有企业)	差异
“限薪令 2009”后	48.17	42.21	5.96
“限薪令 2009”前	34.98	33.19	1.79
差异	13.19	9.02	

表4 企业层面限薪令政策实证结果

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和 非国有企业(4)
$post_{09}$ ·股权性质	-0.025 (0.028)	-0.016 (0.045)	-0.064 (0.052)	-0.025 (0.030)
资产规模(对数)	0.147*** (0.017)	0.149*** (0.026)	0.149*** (0.022)	0.146*** (0.017)
平均净资产收益率	0.010 (0.029)	0.362 (0.265)	0.084 (0.076)	0.008 (0.028)
财务杠杆	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
资产负债率	-0.006 (0.004)	-0.116 (0.095)	0.035 (0.038)	-0.006* (0.004)
资本密集度	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)
管理层持股数量	0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.003 (0.003)
董事会独立性	0.258 (0.182)	0.508* (0.288)	0.195 (0.229)	0.142 (0.184)
董事监事规模	0.011 (0.007)	0.019** (0.009)	0.009 (0.010)	0.006 (0.008)
董事长总经理兼任	-0.041 (0.030)	-0.023 (0.058)	-0.043 (0.035)	-0.044 (0.030)
是否垄断行业	0.076 (0.212)	0.104 (0.268)	0.392** (0.162)	0.116 (0.207)
常数项	8.792*** (0.418)	8.605*** (0.619)	8.705*** (0.529)	8.889*** (0.425)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	6558	2628	4277	6211
拟合优度 R ²	0.384	0.417	0.366	0.383
企业数(cluster)	1650	573	1274	1613

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

表5 企业层面限薪政策的年度效应分析

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和 非国有企业(4)
2006年政策效应	0.048 (0.063)	-0.145* (0.081)	-0.068 (0.094)	0.056 (0.064)
2007年政策效应	0.048 (0.067)	-0.123 (0.093)	-0.066 (0.114)	0.057 (0.068)
2008年政策效应	-0.014 (0.072)	-0.157* (0.080)	-0.151 (0.107)	-0.006 (0.074)
2009年政策效应	-0.016 (0.076)	-0.138* (0.078)	-0.126 (0.107)	-0.012 (0.078)
2010年政策效应	-0.025 (0.028)	-0.016 (0.045)	-0.064 (0.052)	-0.025 (0.030)
2011年政策效应	0.001 (0.077)	-0.172** (0.080)	-0.158 (0.108)	0.008 (0.079)
2012年政策效应	-0.047 (0.076)	-0.134 (0.086)	-0.191 (0.117)	-0.042 (0.079)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	6558	2628	4277	6211
拟合优度 R ²	0.385	0.418	0.367	0.384
企业数(cluster)	1650	573	1274	1613

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$;2010年政策效应即为基期。

4. 总经理限薪效果。按照总经理年度薪酬的回归方程,回归分析不同股权性质下的总经理薪酬的限薪效果。表6结果表明“限薪令2009”对国有上市公司总经理薪酬的双重差分系数在10%显著性水平上不显著,说明加入总经理个人特征的限薪政策仍然无效,年度效应同样表明对总经理薪酬的限制政策自始无效。个人特征中,年龄、是否男性、

受教育年限和持股数量与总经理薪酬呈现明显的正相关关系;企业特征中,资产规模、平均净资产收益率和资产负债率对总经理薪酬有显著正影响。与表3相比,回归系数的显著性表明以总经理为代表的个人薪酬与企业特征的关系密切,而用企业最高薪酬前三名人均值衡量的负责人平均薪酬受企业特征的影响较小。

表6 总经理层面限薪令政策实证结果

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和非国有企业(4)
<i>post</i> ₀₉ ·股权性质	-0.034 (0.030)	-0.040 (0.053)	-0.064 (0.061)	-0.031 (0.031)
年龄	0.062*** (0.020)	0.004 (0.033)	0.108*** (0.025)	0.064*** (0.021)
年龄的平方	-0.001** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.000)
受教育年限	0.013*** (0.004)	0.008 (0.006)	0.018*** (0.006)	0.013*** (0.005)
是否男性	0.133** (0.052)	0.234*** (0.069)	0.085 (0.073)	0.130** (0.054)
是否有职称证书	0.033 (0.032)	0.059 (0.039)	0.010 (0.046)	0.042 (0.033)
持股数量	0.009*** (0.003)	0.020*** (0.004)	0.003 (0.003)	0.009*** (0.003)
资产规模(对数)	0.104*** (0.025)	0.098*** (0.037)	0.129*** (0.033)	0.103*** (0.026)
平均净资产收益率	0.093*** (0.034)	0.802*** (0.240)	0.076 (0.053)	0.090*** (0.033)
财务杠杆	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)
资产负债率	0.020*** (0.008)	-0.252** (0.104)	0.022 (0.013)	0.020** (0.008)
资本密集度	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)
董事会独立性	0.231 (0.194)	0.428* (0.243)	-0.131 (0.275)	0.186 (0.205)
董事监事规模	0.009 (0.007)	0.013 (0.008)	0.001 (0.013)	0.011 (0.008)
董事长总经理兼任	0.054 (0.039)	-0.025 (0.067)	0.125*** (0.045)	0.050 (0.040)
是否垄断行业	0.027 (0.052)	0.019 (0.055)	0.045 (0.105)	0.031 (0.054)
常数项	7.619*** (0.736)	9.039*** (1.075)	6.273*** (0.964)	7.593*** (0.762)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	8038	3953	4557	7566
拟合优度 R ²	0.255	0.274	0.240	0.262
企业数(cluster)	1944	847	1357	1887

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

更重要的,公司治理的三个因素(董事会独立性、董事监事规模、董事长总经理兼任)对总经理薪酬的回归系数在10%显著性水平上均不显著,与企业整体层面的实证结果类似。可能的原因是企业总经理作为实际经营管理者,在委托—代理条件下薪酬更多与企业业绩相关,加之近年来合同制外聘总经理成为新的趋势,因此内部治理结构对总经理的约束机制统计上并不显著。这也说明我国上市企业的公司治理机制仍要进一步完善,至少应对处于企业核心管理地位的总经理起到激励约束作用。

五、稳健性检验

“限薪令2009”被称为是改革开放以来第一个关于中央管理企业负责人的限制性薪酬政策,使用上市公司董事、监事、高管前三名人均薪酬和总经理个人年度薪酬的双重差分结果均表明,该政策并未达到限制负责人薪酬过快增长的效果。由于对上市公司负责人的范围界定存在认识上的差异,通常法律法规中的负责人指国有企业法定代表人及企业领导班子成员,加之上市公司治理权与控制权的分离和国有企业的股权特殊性,学界通常也用董监高、高管、总经理等作为负责人(高管)的代表进行研究。因此,本文使用企业负责人薪酬的替代指标进行限薪政策效果的稳健性检验。此外,在基准回归方程(1)的基础上,加入代表企业异质特征的变量构建三重差分模型,考察限薪令执行效果是否与企业规模相关。最后,采用类似方法增加对平衡面板、“八项规定”和“限薪令2015”限薪效果的实证分析,以充分保证基准实证结果的稳健有效。

1. 使用不同负责人薪酬指标。为了进一步验证已有分析结果的有效,分别用高管前三名人均薪酬、董事前三名人均薪酬作为企业整体层面负责人的替代指标,董事长和副总经理薪酬作为个人层面的替代指标进行稳健性检验。值得一提的是对副总经理薪

酬的处理。通常情况下,一个上市公司总经理职务只有一人,但副总经理职位多数设置两个或以上,因此在进行副总经理个人特征与企业特征匹配的时候,会出现企业代码和年份无法完全一一对应的情况。在本文的研究中,以企业年度薪酬最高的副总经理为代表,尽管一定程度上损失了部分副总经理信息,但如果薪酬最高的副总经理并不受到“限薪令2009”的影响,则可以合理推测限薪令对其余的副总经理的薪酬增长也未能起到抑制效果。表7的结果表明无论是控制企业特征还是负责人个人特征,“限薪令2009”执行效果的双重差分系数在10%显著性水平上不显著。

2. 考虑企业规模的异质性特征。为了考察不同企业异质性特征的影响,以及限薪令政策执行在企业规模上是否存在明显差异,按照资产规模将企业分类为高低两组,构造一个三重差分模型进行检验, $trait_{i,t}$ 代表企业规模的虚拟变量,三重差分方程见式(3):

$$\begin{aligned} \ln_Wage_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Ownership \cdot Post_{09} \cdot Trait_{i,t} \\ & + \alpha_2 Ownership \cdot Post_{09} \\ & + \alpha_3 Post_{09} \cdot Trait_{i,t} \\ & + \alpha_4 Ownership \cdot Trait_{i,t} + \beta X_{i,t} \\ & + U_t + V_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3) \end{aligned}$$

其中, $trait_{i,t}$ 代表企业规模的虚拟变量,以中位数为界分为高、低两组,分组变量包括企业资产规模、资产负债率和员工人数。传统的理论认为,企业规模越大,需要负责人统筹协调的事务越多,因此规模越大的企业负责人薪酬受企业经营环境影响的程度也越高,大企业负责人的薪酬高于小企业是显然的。鉴于大企业的内部治理更完善,如果考虑政府限制薪酬政策的影响,那么大企业政策的遵循程度或更高,而小企业或受该政策影响的程度更小。表8的实证结果表明,加入代表企业规模的虚拟变量后,国有企业与非国有企业对照的三重差分系数同样不显著,与已有结论一致。无论企业规模大小,“限薪令2009”均未达到预期效果。

表7 不同负责人薪酬的稳健性检验实证结果

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和非国有企业 (4)
高管前三名人均薪酬	-0.030 (0.028)	-0.035 (0.037)	-0.066 (0.050)	-0.029 (0.029)
董事前三名人均薪酬	-0.031 (0.032)	0.018 (0.050)	-0.020 (0.065)	-0.033 (0.033)
董事长年度薪酬	-0.025 (0.042)	0.132 (0.119)	0.210 (0.136)	-0.031 (0.042)
副总经理年度薪酬	-0.026 (0.029)	-0.041 (0.046)	-0.052 (0.052)	-0.020 (0.029)

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

表 8 考虑企业规模的三重差分结果

	董监高前三名人均薪酬 (1)	高管前三名人均薪酬 (2)	董事前三名人均薪酬 (3)
$post_{09} \cdot State \cdot$ 资产规模	-0.026 (0.048)	-0.042 (0.047)	-0.027 (0.056)
$post_{09} \cdot State \cdot$ 资产负债率	-0.000 (0.031)	-0.005 (0.031)	-0.009 (0.038)
$post_{09} \cdot State \cdot$ 员工人数	0.011 (0.035)	0.003 (0.035)	-0.003 (0.046)

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

表 9 平衡面板的限薪政策实证结果

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和非国有企业 (4)
董监高前三名人均薪酬	0.004 (0.073)	0.040 (0.067)	-0.028 (0.078)	-0.009 (0.078)
高管前三名人均薪酬	-0.021 (0.076)	0.071 (0.072)	0.004 (0.078)	-0.042 (0.081)
董事前三名人均薪酬	0.056 (0.085)	0.119 (0.077)	0.052 (0.111)	0.029 (0.085)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	888	556	423	797
拟合优度 R^2	0.431	0.510	0.432	0.424
企业数(cluster)	111	75	65	105

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

3. 平衡样本限薪效果。已有结果都是基于非平衡面板的分析,最大限度地使用上市公司负责人薪酬信息,试图将所有国有上市公司作为限薪令的研究对象。这可能存在的问题是,研究时间超过五年,样本后期上市的新企业更多,尤其是高新技术和科技类公司,这类企业的高管薪酬可能更多的与企业上市股票收益相关,与原有企业的薪酬结构存在差异,一定程度影响限薪政策效应的估计。同时,一些经营状况不好的企业可能退市或者重组,这类企业高管薪酬又存在被低估的可能。在这种情况下,原先采用非平衡面板则无法排除上述情形可能的干扰,因此有必要使用平衡面板进行分析,结果如表 9。采用样本期 2005—2012 年连续存续的平衡企业面板结果与不平衡面板的限薪效果结论基本一致,双重差分系数在 10% 的显著性水平上是不显著的,同样表明“限薪令 2009”无效。

4. 安慰剂检验。“限薪令 2009”是 2009 年 9 月 16 日颁布实施的,考虑到政策可能存在的滞后效应,前述分析均以 2010 年作为政策执行第一年,基

准结果表明“限薪令 2009”在统计上是无效的。值得思考的问题是,这个“无效”的结论是否会因政策执行时间而存在差异,以及如何估计企业在“限薪令 2009”政策发布之前涨薪和政策效果滞后的影响。为此,我们采用安慰剂(Placebo)检验。图 2 是分别假定“限薪令 2009”政策在 2006—2012 年作为执行开始年的双重差分系数,回归结果表明,所有年度双重差分系数均不能在 10% 的水平上显著。安慰剂检验同时发现,政策执行时间设定在 2010 或 2011 年的执行效果与 2009 年的回归系数大小基本一致,表明即使考虑“限薪令”发布提前涨薪或是政策执行出现滞后等因素,“限薪令 2009”仍是无效的。

5. “八项规定”的限薪效果。事实上,对国有企业高管的薪酬管制除了政府出台的薪酬改革实施指导意见外,由于国有企业性质以及政治地位的特殊性,一些以限制腐败、改善政治环境等的规定也可能对高管的薪酬产生影响。2012 年 12 月,政府出台的“八项规定”,对高管人员的在职消费进行了严格

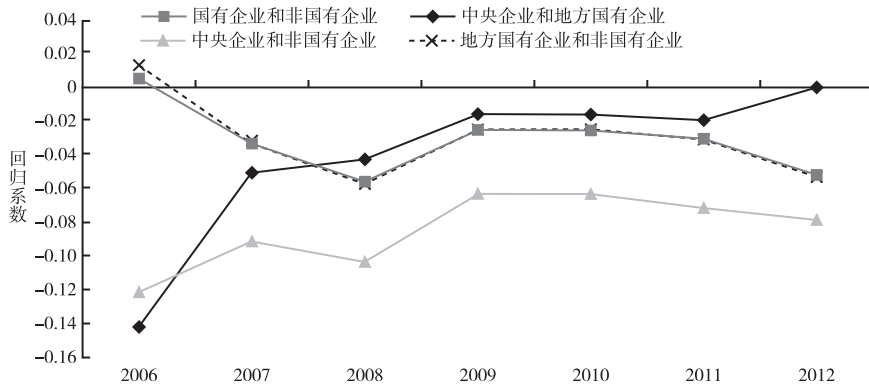


图2 安慰剂稳健性检验系数

表10 “八项规定”的稳健性检验实证结果

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和 非国有企业(4)
董监高前三名人均薪酬	-0.036*** (0.013)	0.020 (0.024)	-0.030 (0.027)	-0.043*** (0.015)
高管前三名人均薪酬	-0.031** (0.014)	0.014 (0.023)	-0.011 (0.028)	-0.040*** (0.015)
董事前三名人均薪酬	-0.029 (0.018)	0.086** (0.043)	0.028 (0.047)	-0.047** (0.019)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	8437	3096	5844	7934
拟合优度 R ²	0.111	0.110	0.132	0.115
企业数(cluster)	2179	845	1578	2098

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

表11 “限薪令2015”的稳健性检验实证结果

	国有企业和非国有企业 (1)	中央企业和地方国有企业 (2)	中央企业和非国有企业 (3)	地方国有企业和 非国有企业(4)
董监高前三名人均薪酬	-0.057*** (0.014)	0.055** (0.025)	0.019 (0.029)	-0.065*** (0.016)
高管前三名人均薪酬	-0.061*** (0.014)	0.056** (0.025)	0.018 (0.029)	-0.069*** (0.016)
董事前三名人均薪酬	-0.051*** (0.018)	0.036 (0.039)	-0.020 (0.043)	-0.055*** (0.019)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	3915	1314	2807	3709
拟合优度 R ²	0.119	0.045	0.160	0.125
企业数(cluster)	2131	731	1550	2039

注:回归方法为固定效应回归;括号中是回归系数标准差;*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。

的控制,使得高管人员的“隐性补贴”大幅降少。表10结果显示,“八项规定”政策使得国有企业负责人薪酬平均下降3.6%左右,但是中央企业与非国有企业对照的限薪效果系数在10%的显著性水平上并不显著,限薪效果主要局限在地方国有企业上,平均下降幅度为4.3%。与梅洁(2015)结论类似,“八项规定”显著遏制了高管薪酬的增加。

6.“限薪令2015”的限薪效应。“限薪令2015”明确规定“中央管理企业负责人薪酬由基本年薪、绩效年薪和任期激励收入”组成,这是进一步深化国有企业负责人薪酬制度改革的重要内容,也称“史上最严央企限薪令”。采用类似的研究方法发现,“限薪令2015”平均使得国有企业负责人薪酬下降5.7%。同样地,这项政策对中央企业负责人最高薪酬的限制薪酬效果并不显著,反而是地方国有企业对“限薪令2015”遵照执行的力度更大。

与“限薪令2009”相比,“限薪令2015”对高管薪酬增长的限制效应更显著,也更能反映政府限制性薪酬政策的干预成效。第一,政策地位不同,因而企业的重视程度不一样。“限薪令2015”属于所有政策文件中权威性最高的政策规定。而“限薪令2009”是经国务院同意,以人力资源和社会保障部等六部委联合发布实施,政策权威性显著低于“限薪令2015”。第二,组织实施力度不同。“限薪令2015”出台后,为确保政策得到认真贯彻落实,国务院专门成立了深化国有企业负责人薪酬制度改革工作领导小组,负责指导和协调。“限薪令2009”中则未明确类似规定,政策实施过程中也未成立类似机构牵头组织实施。第三,调控机制不同。“限薪令2015”实际上将全部国有企业负责人区分为“组织任命负责人”和“职业经理人”两类,组织任命负责人主要以所谓“限薪”为特征,但对职业经理人则明确规定“职业经理人的薪酬结构和水平,由董事会按照市场化薪酬分配机制确定”。“限薪令2015”针对不同类型国有企业负责人设计了与负责人选任方式相匹配的差异化薪酬分配办法,更适应市场化和国有企业完善现代企业制度改革,也更容易得到企业的贯彻落实。而“限薪令2009”对除海外公开招聘的国有企业负责人外,其余负责人薪酬“一刀切”。

六、结束语

政府出台针对国有企业负责人限薪令的目的主要在于抑制国有企业负责人薪酬的过快增长。

目前,薪酬管制主要是控制高管和普通员工之间的薪酬差距,对部分国有企业高管不合理的偏高、过高收入进行调整,这种外部管制方法无法对业绩表现卓越企业高管给予足够激励,特别是由于中长期激励不足而难以充分发挥国有企业高管的企业家作用。进一步完善国有企业高管薪酬差异化市场化改革,建立与业绩相适应的国有企业薪酬制度仍需坚持高管薪酬内部治理与外部管制相结合,积极发挥市场和政府的不同作用。对于国有企业,尽快实现高层管理人员的市场化用人机制,尽量减少或取消政府行政任命,充分发挥董事会及其薪酬委员会的独立作用,实施与国有企业负责人选任方式相匹配、与企业功能性质相适应的差异化薪酬分配办法,对组织任命负责人和外部聘用的职业经理人执行不同的薪酬制度,并且不断提高中长期激励在企业负责人薪酬制度中的比例,才能更好地实现国有企业管理层薪酬的市场化机制改革。

注:

- ①2009年9月16日,人力资源和社会保障部、财政部、国资委、中组部、监察部、审计署等六部委联合下发《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(人社部发〔2009〕105号)。一些文献如沈艺峰、李培功(2010)使用“政府限薪令”简称,一些媒体如新华网、网易财经等亦称“首次央企高管限薪令”,本文将此次政策简称“限薪令2009”。类似,2014年中共中央、国务院《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》(中发〔2014〕12号),简称“限薪令2015”。
- ②《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》明确规定企业负责人基本年薪要与上年度央企在岗职工平均工资相联系,其中隐含着中央企业高管薪酬上限不得超过上年度央企在岗职工平均工资的30倍的最高标准。
- ③1993年,美国对《国内税收法典》第162条进行了修改,规定企业所得税前扣除非绩效型高管薪酬限额为100万美元。
- ④1992年,美国证券交易委员会(SEC)对公司公告信息披露增加要求,要求公司披露包含首席执行官、首席财务官和其他三位薪酬最高的高管的详细薪酬信息。与此同时,公告中还必须包括公司薪酬政策的介绍以及过去5年的绩效指标。安然事件后,2002年7月31日通过萨班斯-奥克斯利法案,对企业独立审计、强制执行财务认证报告、因渎职没收高管津贴等进行规定。
- ⑤“限薪令2009”授权财政部在法律规定范围内,制定国有金融企业高管薪酬管理办法,例如出台《关于国有金融机构2008年度高管人员薪酬分配有关问题的通知》(财金

〔2009〕23号),考虑到金融行业高管薪酬的特殊性,因此本文研究中剔除所有金融行业相关数据。

- ⑥描述性统计结果也表明董事、监事、高管前三名人均薪酬是企业薪酬最高的人群。
- ⑦垄断行业定义参考岳希明等(2010)。
- ⑧受限于文章篇幅,中央企业和地方国有企业样本描述性统计并未列出,有需要请联系作者。
- ⑨2009年底,内蒙古等省份先后遵照《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(人社部发〔2009〕105号)出台了关于地方国有企业负责人薪酬的专项规定。
- ⑩双重差分的前提是实验组和对照组的长期趋势平行,我们对此进行了一系列检验,包括绘制高管薪酬绝对值和对数值的变化图以及采用 Bertrand & Mullainathan(2003)的方法进行回归分析,结果表明实验组和对照组关于薪酬的长期趋势假设一定程度是满足的,部分结果见表4,完整结果请联系作者。
- ⑪一些文献认为中央企业仅包括中央政府控股的国有企业,另一部分文献也将高校、研究机构控股的企业视为中央企业,本文参考中央政府年度央企统计信息,仅将中央政府控股的企业视为央企。

参考文献:

- 陈信元等,2009:《地区差异、薪酬管制与高管腐败》,《管理世界》第11期。
- 黄再胜 王玉,2009:《公平偏好、薪酬管制与国有企业高管激励——一种基于行为合约理论的分析》,《财经研究》第1期。
- 刘慧龙等,2010:《政治关联、薪酬激励与员工配置效率》,《经济研究》第9期。
- 刘星 徐光伟,2012:《政府管制、管理层权力与国有企业高管薪酬刚性》,《经济科学》第1期。
- 梅洁,2015:《国有控股公司管理层报酬的政策干预效果评估——基于“限薪令”和“八项规定”的拟自然实验》,《证券市场导报》第12期。
- 沈艺峰 李培功,2010:《政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究》,《中国工业经济》第11期。
- 唐松 孙铮,2014:《政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效》,《管理世界》第5期。
- 王超恩 韦伟龙,2013:《国有企业限薪政策效果的实证分析——兼论锦标赛与行为理论之争》,《区域金融研究》第5期。

- 王传彬等,2012:《高管薪酬与公司业绩、政府限薪令关系的研究》,《统计与决策》第20期。
- 王芳 李实,2015:《中国国有企业高管薪酬差距研究》,《中国社会科学》第8期。
- 谢德仁等,2012:《薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验》,《管理世界》第1期。
- 辛清泉 谭伟强,2009:《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》,《经济研究》第11期。
- 岳希明等,2010:《垄断行业高收入问题探讨》,《中国社会科学》第3期。
- 张栋 郑红媛,2014:《我国上市银行高管薪酬及与员工薪酬差距分析——兼议“限薪令”》,《金融发展评论》第12期。
- 周权雄 朱卫平,2010:《国有企业锦标赛激励效应与制约因素研究》,《经济学(季刊)》第2期。
- Bertrand, M. & S. Mullainathan(2003), “Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences”, *Journal of Political Economy* 111(5):1043—1075.
- Chhaochharia, V. & Y. Grinstein(2007), “Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules”, *Journal of Finance* 62(4):1789—1825.
- Hall, B. J. & J. B. Liebman(2000), “The taxation of executive compensation”, *Tax Policy and the Economy* 14:1—44.
- Jarque, A. (2008), “CEO compensation: Trends, market changes, and regulation”, *Economic Quarterly-Federal Reserve Bank of Richmond* 94:265—300.
- Dittmann, I. et al(2011), “Restricting CEO pay”, *Journal of Corporate Finance* 17(4):1200—1220.
- Maisondieu-Laforge, O. et al(2006), “Financial contracting and operating performance: The case for OBRA and efficient contracting”, *Corporate Ownership & Control* 4(1):217—227.
- Miller, M. H. & M. S. Scholes(2002), “Executive compensation, taxes, and incentives”, in: B. D. Grundy (ed), *Selected Works of Merton H. Miller: A Celebration of Markets*, University of Chicago Press.
- Perry, T. & M. Zenner(2001), “Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts”, *Journal of Financial Economics* 62(3):453—488.

(责任编辑:何伟)

(校对:杨新铭)