

# 公司治理对高管报酬的调节效应分析

## ——民营上市公司大股东控制、董事会监督的视角

武立东<sup>1</sup>

(1. 天津南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

**摘要:** 文章以 2006 年深、沪两市的 235 家民营上市公司为样本, 实证检验了大股东控制、董事会监督对民营上市公司高管报酬的调节效应, 实证结果为我国民营上市公司的公司绩效与高管报酬正相关, 董事会监督的调节作用会强化二者正相关关系, 但大股东控制的调节作用会扭曲二者的正相关关系。结论表明在我国民营上市公司的报酬决定中存在“赎买效应”和“任职激励效应”, 加强对大股东控制的监管、推进董事会独立性的建设, 对于提升我国民营上市公司的治理水平具有重要意义。

**关键词:** 高管报酬; 民营上市公司; 大股东控制; 董事会监督

**中图分类号:** F    **文献标识码:** A

### 1 引言

公司所有权与经营权分离会产生股东和高管人员间的代理问题 (Jensen and Meckling, 1976), 而以公司绩效为基础的报酬契约可以作为降低代理成本的有效机制。由于信息不对称, 委托人很难直接观察到代理人的行为、努力程度, 只能依靠事后的财务信息来衡量。Holmstrom (1979) 研究表明当代理人的行为无法被完全观察到时, 委托人就会把绩效与报酬挂钩来激励代理人。

长期以来, 我国国有企业进行着以剩余索取权和剩余控制权相匹配的产权制度改革, 以解决因“所有者缺位”产生的低效率。从产权清晰的视角来看, 近年来发展起来的民营上市公司似乎成为国有企业改革的标杆与目标。但是, 日益增加的民营上市公司群体, 并没有表现出更高的效率 (谢百三、谢曙光, 2003), 尽管张俊喜、张华 (2003) 的研究表明在运营状况、盈利、资本结构和市场评价四个方面民营上市公司具有优势, 但是也指出民营上市公司良莠不齐、面临的风险大。市场竞争是影响企业绩效最直接的因素, 民营上市公司主要来自处于竞争性行业的家族企业或是民营化的中小型国企, 因缺乏政府依赖性 (Nee, 1992) 在资源获得上处于劣势, 可能会影响其绩效。但是, 民营上市公司由于解决了“产权不清”、“所有者缺位”等原因国有企业存在的问题, 更强的“企业家精神”会一定程度上会抵消外部环境的消极影响。越来越多的研究表明公司治理已经成为影响民营企业绩效的重要因素<sup>①</sup>, 由于我国民营上市公司具有泛家族化企业的特征 (李新春, 2004), 因而在公司治理上也体现出 Tagiuri 和 Gavis (1982) 所提出的复杂的代理关系。其复杂性体现在不仅存在传统的股东和高管人员之间的代理问题, 还存在着由于“利他主义”产生的家族成员间的“代理问题”, 当家族成员、股东和高管三者不同程度组合在一起时, 就使得代理问题变得更加的复杂, 形成独特的民营上市公司治理特征, 这些特征可以从民营上市公司高管报酬的决定机制上体现出来。从分析民营上市公司高管报酬的影响因素入手, 是揭示民营上市公司代理关系特征、归纳民营上市公司治理一般规律的逻辑起点。

主流代理理论认为影响上市公司高管报酬的最主要因素是公司绩效。国内外相关研究都以不同的绩效指标 (每股收益、资产收益率等) 作为影响高管报酬 (薪酬、持股等) 的因素, 研究结果大部分支持公司绩效与高管报酬正相关 (Canyon, 1997; Mishra, 2000; Wan, 2004; Pukthuanthong, 2004; Phillip and Cyril, 2004; 张俊瑞等, 2003; 周立等, 2003)。而 Fama and Jensen (1983) 提出代理问题也可以通过有效的组织设计来解决, 将公司的决策管理与决策控制分离, 以此来限制代理人的权力、遏制损害股东利益行为的发生。把决策控制权以

及对高管绩效评价、薪酬决定的权力赋予董事会，使之具备有效控制股东与高管之间利益冲突的能力（Walsh and Seward, 1990）。董事会监督和高管报酬是相互替代的治理机制（Mehran, 1995），当董事会监督有效率时，高管的报酬水平就低，反之就高。作为解决代理问题的另一个重要机制就是大股东控制，会对高管人员的报酬水平产生重要的影响。可见影响高管报酬水平的主要因素不仅包括公司的绩效，董事会监督、大股东控制等公司治理因素对高管报酬同样会产生重要的影响。

近年来，高管报酬的影响因素问题也引起我国学者的关注，李增泉（2000）、魏刚（2000）等指出影响我国上市公司高管报酬的主要因素是公司规模而非企业绩效，而陈志广（2002）的实证结果表明企业绩效、企业规模以及法人持股比例等因素都对高管报酬产生显著的影响。张俊瑞（2003）进一步提出我国上市公司中的“报酬-绩效”契约关系基本形成，但激励与约束机制尚不健全，该项研究已经涉及到公司治理因素对高管报酬的影响。李亚静等（2005）进一步探讨了董事会控制等对高管报酬的影响，发现高管个人特征对报酬的解释力大于董事会结构变量和公司绩效变量。蹇明等（2006）进一步验证了股权结构、董事会结构等对高管报酬的影响，但并没有得出显著性的结论。可见国内学者对高管报酬的影响因素研究没有得出一致的结论，主要原因在于：一是这些研究都是探讨单一要素的影响，忽略了要素间的调节作用；二是多以国有或国有控股上市公司为样本，这些样本中更多的是非经济因素在影响着高管的报酬水平。本文将以我国民营上市公司高管报酬为研究对象，在借鉴已有研究的基础上，进一步克服公司绩效等单因素分析的局限，引入公司治理因素，重点考察民营上市公司大股东控制以及董事会监督对公司绩效影响高管报酬的调节效应。

## 2 研究框架与假设

本文的研究框架如下图，首先验证公司绩效如何影响民营上市公司高管团队的报酬水平（图1路径①），在此基础上，进一步分析大股东控制、董事会监督对公司绩效影响高管报酬水平的调节效应（路径②、路径③）。

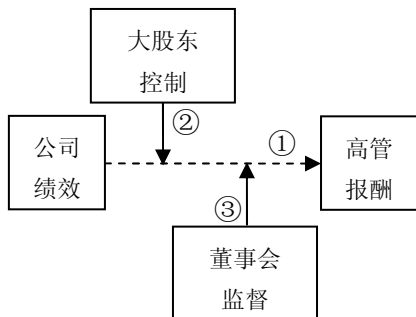


图 1 高管报酬的影响因素框

### 2.1 公司绩效与高管报酬

制定决策是高管团队的主要任务，企业绩效会受到高级经理人努力的影响，影响体现在决策判断和策略选择上（Hambrick and Mason, 1984）。为了实现激励兼容，建立在公司绩效基础上的报酬契约就成为一个有效的激励机制。但国有性质上市公司的高管报酬水平往往受到非经济因素的影响。而民营上市公司在经济目标的指引下，高管报酬与公司绩效之间必然会建立起联系。但由于民营上市公司中存在着更为复杂的代理关系（Tagiurihe and Davis, 1982），会使得高管报酬与公司绩效在不同状态下会产生不同的紧密程度，如高管团队中职业经理人比例大的话，报酬的绩效弹性会大一些，而家族成员比例大的话，可能高管报酬对绩效就缺乏弹性。但从整体上看，在民营上市公司决定高管报酬的主要因素应该是公司绩效。

$H_1$ : 公司绩效与高管报酬正相关

### 2.2 大股东控制的调节效应

我国民营上市公司主要来自国企民营化和民营企业，在转型经济背景下，民营上市公司的所有者面临着资源约束以及更大的环境不确定性。出于克服资源依赖、缩减环境中不确定性的需要，民营上市公司所有者会通过

层层控股、交叉持股形成的集团形态控制上市公司（武立东等，2006），这种集团控制形态所具备的杠杆效应会提高资本效率，同时造成终极所有者上市公司的控制权与现金流权产生背离，进而会激励终极所有者产生Johnson and La Porta（2000、2002）所谓的“侵占效应”或“监督效应”的行为。尤其是“侵占效应”行为占主导时会损害企业价值、扭曲公司绩效对高管报酬的影响机制。终极所有者为了达到侵占的目的，往往会对高管人员采取“赎买”的手段，以换取高管人员对其行为的支持，这样就发生大股东的侵占行为对公司绩效影响高管报酬的负向调节效应。

**H<sub>2</sub>：** 终极所有者控制权与现金流权的偏离越大，越会强化公司绩效与高管报酬之间的负相关关系

依据股权制衡理论，当上市公司有多个大股东存在时，股东间的制衡会抑制终极所有者采取侵占效应的行为（Gomes and No-vaes, 2005）。许多实证研究表明，股权在大股东间的分布越平均产生的制衡力量就越强（Laeven and Levine, 2004；Maury 和 Pajuste, 2005）。但具有内生性的股权结构取决于控股股东效用最大化的目标，是终极所有者在由股权分散所带来的股票二级市场流动性收益与股权集中所形成的对经理人有效监督的收益二者间选择的结果，是风险承担与控制的权衡。

**H<sub>3</sub>：** 当存在多个大股东时，股权制衡力量会强化公司绩效与高管报酬之间的正相关关系

### 2.3 董事会监督的调节效应

董事会建设一直是我国公司治理改革的核心，当董事会监督有效率时，基于高管团队的“内部人控制”往往难以奏效，此时高管报酬会更多与企业的产出挂起钩来。董事会的效率首先体现在独立性上，即内外部董事比例，Fama（1980）认为董事会成员若能同时由外部董事担任，董事会能够最大限度保持独立、客观而提升监督效率，当公司绩效较差时，由外部董事支配的公司更能将管理者免职。Holthausen and Larcker（1997）研究结果说明具有较高独立性的董事会有助于解决高管团队的代理问题。

**H<sub>4</sub>：** 董事会的独立性越高，越会强化公司绩效与高管报酬之间的正相关关系

影响董事会监督效率的另一重要因素就是董事会的规模，以往关于董事会规模与公司绩效关系的实证研究并没有取得一致的结论，二者或正相关（Morck, Shleifer and Vishny, 1989）、或负相关（Jensen, 1993）、或非线性关系（Morck, 1988）。董事会规模在不同情境下对董事会效率会产生不同的影响，民营上市公司所有者是在最大化其经济目标的指引下来做出各种决定。Bacon（1997）指出董事会规模较大时，其成员具有的多元化背景、知识结构有助于公司决策，能够增加董事会的监督能力。基于这样的认识，民营上市公司会把董事作为解决企业内部管理问题的专家以及规避资源依赖的制约、管理环境不确定性的战略手段（Pfeffer and Salancik, 1978），会主动把具有特定职务、在业界享有很高威望的人以及专家引入董事会中，不仅能够辅佐企业扫描环境、获取资源，寻找新的商机与合作伙伴，尤其是在对资金资源、政府资源的获取方面发挥了巨大的作用（Useem, 1984）。此时董事会规模的增加会提升企业的经营能力、促进现金流收益增加。

**H<sub>5</sub>：** 董事会规模越大，越会强化公司绩效与高管报酬之间的正相关关系

## 3. 研究设计

### 3.1 样本选取与变量定义

本文中选取的样本来源于 2006 年深、沪两市的民营上市公司，考虑到数据披露的完整性，经过筛选，我们剔除了标有“\*ST”的重点监管公司、2005 年在深圳中小板上市的三十余个公司以及金融类行业的民营上市公司，另外还去除了信息披露不完全的样本公司，最终剩余 235 家样本作为研究对象。数据主要来源于对南开大学公司治理研究中心民营上市公司治理数据库、北大色诺芬数据库、国泰安数据库以及中国证监会网站发布的上市公司年报等。

关于被解释变量，本文以前三名高管（不包括董事和监事比例）薪酬总和作为高管报酬变量 *MS*。每股收益 *EPS* 作为公司绩效的代表指标，采用上市公司年报披露准则的做法，每股收益 = 净利润 / 年度末普通股股份总数。*EPS* 作为投资者最为倚重的评价指标，对公司未来的经营状况有很强的解释能力。在解释变量的选择方面，关于

大股东控制的指标，我们用偏离度 (*pld*) (La Porta 等, 1999) 来描述集团民营上市公司终极所有者控制行为的外部效应，用赫芬戴尔指数 (*H-index*) 来度量大股东间的制衡对终极所有者控制行为的约束强度。对于董事会监督能力的指标，我们采用董事会独立性 (*Dshdl*)、董事会规模 (*Dshgm*) 来测度 (具体参见表 2)。

关于大股东控制和董事会监督的调解效应，我们采用交叉项的形式。如 Fan and Wong (2002) 曾经研究了偏离度如何影响股票市场披露信息盈利的反应，采用了用偏离度指标与披露信息盈利指标的交叉项作为解释变量来解释 *CAR* 变动状况，指出较高的偏离度弱化了市场对披露信息盈利的反应而带来较低的 *CAR*。而 Yeh and Tracie (2006) 则采用审计委员会指标和披露信息盈利指标的交叉项作为解释变量来解释 *CAR* 变动状况，指出良好的审计委员会运作机制作为显示信号会增强市场对披露信息盈利而提升 *CAR* 值。本文也沿用这一方法，用偏离度和公司绩效的交叉项 (*Pld*×*EPS*)、股权制衡和公司绩效的交叉项 (*H-index*×*EPS*) 来反映民营上市公司大股东控制对公司绩效影响高管报酬的调解效应。董事会独立性和公司绩效的交叉项 (*Dshdl*×*EPS*)、董事会规模和公司绩效的交叉项 (*Dshgm*×*EPS*) 来反映民营上市公司董事会监督对公司绩效影响高管报酬的调解效应。按照已有研究的做法控制了企业规模、负债以及行业、地区对高管报酬的影响。

表 2 变量定义表

变量名	变量	变量定义
高管报酬	<i>MS</i>	前三名高管 <sup>②</sup> (不包括董事和监事比例) 薪酬总和 (万元)
公司绩效	<i>EPS</i>	每股收益 (净利润)
偏离度	<i>Pld</i>	控制权与现金流量权之差
股权制衡	<i>H-index</i>	赫芬达尔指数
董事会独立性	<i>dshdl</i>	外部董事人数与全部董事人数比率
董事会规模	<i>dshgm</i>	董事会人数
偏离度和公司绩效的交叉项	<i>Pld</i> × <i>EPS</i>	表示偏离度影响公司绩效与高管报酬之间关系的调节变量
股权制衡和公司绩效的交叉项	<i>H-index</i> × <i>EPS</i>	表示股权制衡影响公司绩效与高管报酬之间关系的调节变量
董事会独立性和公司绩效的交叉项	<i>dshdl</i> × <i>EPS</i>	表示董事会独立性影响对公司绩效与高管报酬之间关系的调节变量
董事会规模和公司绩效的交叉项	<i>dshgm</i> × <i>EPS</i>	表示董事会规模影响公司绩效与高管报酬之间关系的调节变量

### 3.2 模型构建

根据 (H<sub>1</sub>) ~ (H<sub>5</sub>) 五个研究假设构建模型 (1) ~ (5):

模型 (1) 主要验证公司绩效对高管报酬的影响:

$$MS = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 hydum + \beta_3 sf dum + \beta_4 \ln zy + \beta_5 LEV \dots (1)$$

模型 (2) 验证偏离度对公司绩效影响高管报酬的调节作用:

$$MS = \alpha + \beta_1 pld + \beta_2 EPS + \beta_3 pld \times EPS + \beta_4 hydum + \beta_5 sf dum + \beta_6 \ln zy + \beta_7 LEV \dots (2)$$

模型（3）验证股权制衡对公司绩效影响高管报酬的调节作用：

$$MS = \alpha + \beta_1(H - index) + \beta_2EPS + \beta_3(H - index) \times EFS + \beta_4hydum \dots (3) \\ + \beta_5sfdum + \beta_6 \ln zy + \beta_7LEV$$

模型（4）验证对董事会独立性公司绩效影响高管报酬的调节作用：

$$MS = \alpha + \beta_1dshdl + \beta_2EPS + \beta_3dshdl \times EPS + \beta_4hydum \dots (4) \\ + \beta_5sfdum + \beta_6 \ln zy + \beta_7LEV$$

模型（5）验证对董事会规模对公司绩效影响高管报酬的调节作用：

$$MS = \alpha + \beta_1dshgm + \beta_2EPS + \beta_3dshgm \times EFS + \beta_4hydum \dots (5) \\ + \beta_5sfdum + \beta_6 \ln zy + \beta_7LEV$$

## 4. 实证结果与分析

### 4.1 描述性统计

表3给出了各主要变量的描述性统计结果，我国民营上市公司前三面高管报酬总额年平均为39.78万元，年报酬总额最小为3.75万元，最大则为345万元，不同民营上市公司间存在着较大的差距；反映公司绩效的每股收益的平均水平为0.1元，绩效最差的公司为-2.22元，最好的公司为0.86元，表明我国民营上市公司良莠不齐；终极所有人的控制权与现金流权的偏离程度平均为0.16最小的民营上市公司中，控制权与现金流权是一致的，而偏离程度最大的公司为0.62；衡量股权制衡的指标赫芬达尔指数平均为0.15，最低为0.01，最大的公司为0.46；民营上市公司董事会独立性的状况，即外部董事人数比例平均为0.43，董事会独立性最大民营上市公司中外部董事比例达到0.7，也存在着董事会全部由内部董事组成的民营上市公司，董事会不存在任何的独立性；我国民营上市公司董事会的平均规模为9.8人，规模最小的为5人，规模最大的达到17人。

表 3 相关变量的描述性统计

变量		均值	标准差	最小值	最大值
<i>MS</i>	前三高管薪酬	39.78	43.92	3.75	345
<i>EPS</i>	每股收益	0.10	0.38	-2.22	0.86
<i>PLD</i>	偏离度	0.16	0.12	0	0.62
<i>H-index</i>	赫芬达尔指数	0.15	0.09	0.01	0.46
<i>Dshdl</i>	董事会独立性	0.43	0.14	0	0.7
<i>Dshgm</i>	董事会规模	9.8	2.03	5	17

### 4.2 回归分析

首先进行民营上市公司高管薪酬的单个影响因素分析（参见表 4），公司绩效、终极所有者控制权与现金流权偏离度、股权制衡状况、董事会的独立性、董事会规模，均和高管报酬呈正相关关系。从拟合结果可以看到，每股收益对于前三名高管薪酬的解释力最强，其拟合优度的绝对值为 73%，具有较高的解释力。说明民营上市公司由于理清了产权关系，形成经济目标指引下的治理体系，高管报酬与管理绩效紧密相关，支持了本文把公司绩效和高管报酬作为民营上市公司激励机制中诸变量的主要关系、其他变量和高管报酬之间作为调节关系进行分析的做法。从而也验证假设（1）是成立的。

表 4 民营上市公司高管薪酬单个影响因素分析

	MS	R-squared
<i>EPS</i>	32.33* (1.9)	0.73
<i>PLD</i>	51.33***	0.40

	(10.79)	
<i>H-index</i>	181.74*** (11.93)	0.27
<i>INDEP of DB</i>	81.79*** (12.2)	0.06
<i>DSHGM</i>	4.00*** (10.97)	0.01

注：\*\*\*表示在1%的概率意义上显著，\*\*表示在5%的概率意义上显著，\*表示在10%的概率意义上显著；方程系数下面的圆括号中的值为估计量的标准误差；表格中分别列出了R-squared的绝对值，但注意到在我们估计的模型中R-squared意义并不大，我们主要关注的是系数的正负号及显著性。由于在OLS回归模型中采用了Newey-West的方法得到了模型异方差的一致估计量，故在OLS模型中控制变量可以省去。

下面进一步考察大股东控制、董事会监督对公司绩效对高管报酬影响的调节效应（参见表5）。

表5 民营上市公司高管薪酬交叉影响因素实证分析结果

	MS			
	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
<i>EPS</i>	59.63** (26.64)	61.34** (29.25)	-20.32 (20.32)	-13.11 (34.94)
<i>PLD</i>	156.26*** (14.20)	—	—	—
<i>H-index</i>	—	180.29*** (16.83)	—	—
<i>Dshdl</i>	—	—	77.99*** (5.87)	—
<i>Dshgm</i>	—	—	—	3.91*** (0.30)
<i>EPS*PLD</i>	-276.55** (117.48)	—	—	—
<i>EPS*(H-index)</i>	—	-239.18* (124.46)	—	—
<i>EPS*Dshdl</i>	—	—	77.63* (46.71)	—
<i>EPS*Dshgm</i>	—	—	—	2.31 (3.30)
<i>R-squared</i>	0.15	0.21	0.04	0.02

注：\*\*\*表示在1%的概率意义上显著，\*\*表示在5%的概率意义上显著，\*表示在10%的概率意义上显著；方程系数下面的圆括号中的值为估计量的标准误差；表格中分别列出了R-squared的绝对值，但注意到在我们估计的模型中R-squared意义并不大，我们主要关注的是系数的正负号和显著性。由于在OLS回归模型中采用了White处理异方差的方法，故模型的异方差得到了较好的控制，这也是我们在OLS模型中舍弃很多控制变量的原因。

在模型2中，我们控制了公司绩效（EPS）和偏离度（PLD）对高管报酬（MS）的直接影响，反映偏离度对公司绩效调节效应的交叉项（EPS\*PLD）与高管报酬呈负相关、且在5%的概率意义上具有显著性，偏离度指标的调节作用扭转了公司绩效和高管报酬之间的正相关关系，当终极所有人对上市公司的控制权越来越偏离其现金流量权时，就会激励其通过“隧道行为”等手段攫取私人收益，损害上市公司价值、侵害上市公司中小股东、债权人等其他利益相关者的利益，此时，为了取得民营上市公司高管层对其行为的支持，即使在上市公司绩效不好的时候也会支付给他们较高的报酬，即“赎买效应”。而在控制权与现金流量权偏离条件下的出现的较好业绩，更多的来自于民营上市公司终极所有人出于“保壳”目的对上市公司的“利益输送”，对高管阶层的往往采取集团内职务升迁的任职激励方式，此时会表现为较高公司绩效与报酬刚性并存，公司绩效与高管报酬的负相关，

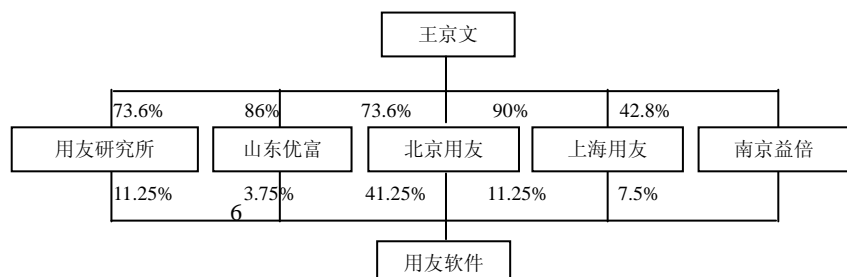


图3：用友软件的集团控制

资料来源：唐宗明、蒋位（2005），第88页。

即“任职激励效应”。

模型 3 考察股权制衡对公司绩效影响高管报酬的调节作用，但反映调节效应的交叉项（EPS\* Hindex）与高管报酬呈负相关、且在 10% 的概率意义上具有显著性，可见在现实中，结合模型 2 的结论民营上市公司多个大股东的存在不仅没有产生对终极所有者行为的制衡，反而强化了其侵占效应行为。股权制衡失灵的根源在于“内部股东集团”的存在，即几个大股东同为一个终极所有者控制。如图 2 所示，从股权制衡的角度出发，对于上市公司用友软件的第一大股东北京用友而言，其他几位大股东能够对他形成有力的约束，但事实上这些大股东和北京用友是“一致行动人”，他们同属一个终极所有人——王京文，因此不存在制衡力量。

模型 4 的实证结果表明董事会的独立性进一步强化了公司绩效与高管报酬之间的正相关关系，且在 10% 的概率意义上具有显著性，可见在我国民营上市公司中外部董事能够在公司治理中很好的发挥着战略参与的作用，支持了假设 H<sub>4</sub>。

模型 5 的实证检验结果为董事会规模与公司绩效的交叉项与高管报酬之间呈正相关关系，但没有通过显著性检验，说明在我国民营上市公司中董事会规模因素还难以在董事会监督能力上得以体现，董事会监督能力在于“质”而非“量”。

### 4.3 主要结论

本文实证分析了我国民营上市公司大股东控制和董事会监督对公司绩效影响高管报酬的调节效应，即大股东控制力存在反方向的调节作用、董事会监督能力存在正方向的调节作用。在民营上市公司中公司绩效仍然是影响高管报酬的主要因素。但在存在终极所有人控制条件下，随着控制权与现金流权偏离度越大、越会激励民营上市公司的终极所有人采取追求私人收益的行为，此时会产生的“赎买效应”和“任职激励效应”导致公司绩效与高管报酬负相关。由于内部股权集团的存在，会进一步强化终极所有人追求私人收益的行为。因此，我国民营上市公司中的高管报酬在企业正常经营中（控制权与现金流量权一致）是以公司绩效为基础的，但当民营上市公司的终极所有者具有侵占私人收益的强烈动机时，高管报酬就不再被公司绩效所决定、成为操纵高管层的重要手段。本文的实证结果进一步表明民营上市公司的外部董事能够发挥重要的治理作用，会进一步强化公司绩效对高管报酬的正向影响。

综合以上分析结果，本文提出如下建议：

第一，强化对公司业绩差而高管层仍保持较高报酬水平的民营上市公司大股东控制行为的监管，完善相关制度，尤其针对控制权与现金流权偏离度大的民营上市公司中发生的关联交易，要加强对其合理性、合法性的监管。第二，强化民营上市公司信息披露的及时性、完整性和准确性，对信息披露的标准要进行分级管理，把信息披露的标准与控制权与现金流权偏离程度挂钩。第三，认识到外部董事在公司治理中的作用，积极推进以提升董事会独立性为核心的制度建设，不断完善民营上市公司的内部治理机制，实现对民营上市终极控制人行为的约束与引导。

<sup>①</sup>谢百三、谢曙光（2003）曾提出股权分置产生大股东与小股东之间的“代理问题”，进一步影响了企业绩效的提高，但没有对其内在的机制进行深入分析。谢玲芳、吴冲锋（2003）以沪深两地 276 家民营上市公司为样本检验了治理结构与绩效之间的关系，得出董事会中控股股东所占席位与公司价值负相关关系得结论。

<sup>②</sup>本章中提到的高级管理层，是指公司的高级管理人员，通常包括总经理、副总经理、三总师（总会计师、总经济师、总工程师）。

### 参考文献

- [1] 谢百三、谢曙光. 关于中国民营上市公司低绩效问题的深层思考[J]. 财经科学, 2003 (1).
- [2] 张俊喜、张华. 民营上市公司的经营绩效和治理结构研究[J]. 世界经济, 2004 (11).
- [3] 李增泉. 激励机制与企业绩效[J]. 会计研究, 2000 (1).
- [4] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000 (3).

- 
- [5] 陈志广. 高级管理人员报酬的实证研究[J]. 当代经济科学, 2002 (5).
- [6] 张俊瑞, 赵进文, 张建. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]. 会计研究, 2003 (9).
- [7] 蹇明, 崔红卫, 武振业. 我国上市公司高管人员报酬影响因素分析及实证探究, 2006 (5).
- [8] 李亚静, 朱宏泉, 黄登仕, 周应峰. 董事会控制、经理报酬与公司经营绩效[J]. 系统工程理论与实践, 2005 (2).
- [9] 李新春, 张书君. 家族企业: 组织、行为与中国经济[M]. 上海三联书店. 上海人民出版社. 2004.
- [10] JENSEN and MECKLING, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 305 (1976).
- [11] JENSEN M C, KEVIE J MURPHY. Performance Pay and Top Management Incentives. Journal of Political Economy, 1990: 225 - 264.
- [12] TOSI H, GOMEZ - MEJIA L. The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective. Administrative Science Quarterly, 1989, 34: 169 - 189.
- [13] YANIV GRINSTEIN, PAUL HRIBAR. CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses. Journal of Financial Economics, 2004, 73: 119 - 143.
- [14] PUKTHUANHONG K., E. TALMOR and J. S. WALLACE, 2004, Corporate Governance and Theories of Executive Pay. Corporate Ownership and Control, Vol. 1, 94-105.
- [15] JOHSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., "Tunneling", American Economic Review, 2000, 90 (2): 22-27.
- [16] FAMA, E. F., and M. C. JENSEN, 1983, Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics, Vol. 26, 301-327.
- [17] WALSH, J. P. AND J. K. SEWARD, 1990, On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. Academy of Management Review, Vol. 15, 421-458.

## **Analysis on the moderating effect on the CEO'S remuneration by Corporate Governance ——Stand on great shareholders controlling and board supervising in private listed companies**

WU Li-dong<sup>1</sup>

(1. Center of Studies of Corporate Governance Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Taking 235 private listed companies in Shenzhen and Shanghai as samples, the present paper inspected the moderating effect on CEO'S remuneration in private listed companies by the great shareholders controlling and board supervising. The results showed that the company achievement was in direct ratio with the CEO'S remuneration, which would be strengthened by the regulation of board supervising. While the regulation of the great shareholders control may distort the relationship. It proved that there were factors such as "redeeming effect" and "holding post inspiring effect" which would decide the reward in private listed companies. It is significant in advancing the government level of the private listed companies to strengthen the supervising on the



---

great shareholders control and the constructing on the board independence.

**Key words:** CEO'S; private listed companies; great shareholders control; board supervising

**收稿日期:** 2010-03-19;

**基金项目:** 本文受到国家自然科学基金重点项目(70532001 南开大学“985工程”哲学社会科学创新基地资助项目、教育部人文社科重点研究基地重大项目资助(项目批准号: 05JJD630024)。

**作者简介:** 武立东(1971年-),男,汉,吉林白城人,南开大学公司治理研究中心教授、博士生导师。主要研究方向为组织理论与战略、公司治理、企业集团管理等。