

经济日报学术文库

高管控制权与财务 自利行为

——基于国有上市公司的理论与实证研究

Executive Control Rights and Financial Self-serving Behavior

代 彬 著



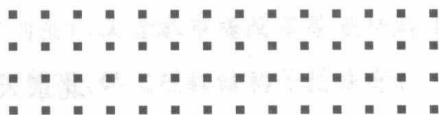
 经济日报 出版社

高管控制权与财务 自利行为

——基于国有上市公司的理论与实证研究

Executive Control Rights and Financial Self-serving Behavior

代 彬 著



 经济日报 出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

高管控制权与财务自利行为 / 代彬著. —北京:
经济日报出版社, 2014. 4

ISBN 978 - 7 - 80257 - 631 - 5

I. ①高… II. ①代… III. ①上市公司—企业管理—
研究—中国②上市公司—财务管理—研究—中国 IV.

①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 075189 号

高管控制权与财务自利行为

作 者	代 彬
责任编辑	范静泊
责任校对	张明明
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区右安门内大街 65 号 (邮政编码: 100054)
电 话	010 - 63567960 (编辑部) 63516959 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@ 126. com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京天正元印务有限公司
开 本	710 × 1000mm 1/16
印 张	12
字 数	161 千字
版 次	2014 年 5 月第一版
印 次	2014 年 5 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 80257 - 631 - 5
定 价	36. 00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

前言

所有权与经营权相分离为现代股份制公司的发展奠定了基础,但同时也引发了股东和管理层之间的代理冲突(Jensen and Meckling, 1976)。根据委托代理理论,“管理者自利行为”是指管理者可能采取以牺牲股东利益为代价而获取私有收益的行为,例如:利用职权增加在职消费(Burrough and Helyar, 1990);为掌握更多资源或获得更高薪酬而过度投资(Jensen, 1986);为保住自身职位不被他人取代而进行特殊投资(Shleifer and Vishny, 1989);当公司面临被收购威胁时,更多考虑自身利益的保障程度(Hartzell et al., 2004)等等。目前,如何有效防范和约束管理者的自利行为已成为新兴市场国家公司治理、产权制度以及资本市场改革等亟待解决的重要问题。

尽管完善产权保护制度、优化股权结构等措施有利于保护投资者利益,但是现有研究表明,作为一种影响组织行为和组织产出的能力,企业内部的权力结构状况也会对公司的治理安排、财务决策等具体公司行为产生重要作用,并日益成为公司财务学的新兴研究领域。而基于中国的现实背景,自20世纪90年代初国有企业实施放权让利改革以来,整个国企改革历程实质上即是高管控制权不断形成和提升的过程,金字塔股权层级的延伸和政府推行的“一把手”负责制使得权力被高度集中到企业高管手中。因此,在“行政干预下的经营者控制型”为主要特征的国有企业治理架构背景下,以国企高管层为切入点研究高管控制权特征对薪酬契约、职位变更、资本配置

以及信息披露等公司财务决策的自利性影响已凸显重要的现实意义。

具体来说,本书的研究可以分为如下九章:

第一章为绪论。主要介绍本书的研究缘起、研究的理论及现实意义、研究内容与逻辑框架、研究方法、研究的特色与创新以及对相关概念的界定。

第二章为理论回顾及文献综述。本章主要涉及两个方面的内容:首先,对作为本书逻辑基础的高管控制权与控制权收益理论进行了介绍;接着,基于公司治理和高管的自利动机视角,分别从薪酬契约、职位变更、资本配置以及会计信息等四个方面评述相关研究文献。

第三章为制度背景分析。本章首先探讨了国有企业改革路径与治理结构的历史演变;然后,从“内部人控制”问题出发,探讨了国企高管控制权强化的治理现状以及权力寻租动机衍生高管财务自利行为的逻辑机理,为后续理论和实证研究提供相应的制度铺垫。

第四章为高管控制权与薪酬契约的实证分析。以国有上市公司为研究样本的实证发现:(1)国企高管的控制权越强,不但能够获得更高的薪酬水平,还攫取了更多的超额薪酬,并且拉大了高管与普通员工之间的薪酬差距;(2)虽然高管的薪酬业绩敏感性整体上存在不对称的特征,但那些拥有较强控制权的同时又建立了政治联系的高管可能出于政治动机的考虑降低了薪酬粘性;(3)进一步的研究显示,政府控制层级的提升和制度环境的改善能够抑制国企高管攫取超额薪酬,但并不能有效约束薪酬差距的扩大。

第五章为高管控制权与职位变更的实证分析。在上一章的实证研究基础上,本章的实证发现:(1)总体而言,公司业绩下降和发生亏损与高管的被迫离职显著相关,而高管控制权的增强会降低高管变更概率与低劣业绩之间的敏感性;(2)发生了高管变更的公司其未来业绩有明显的提高,但这一促进效应仅在控制权相对较弱的高管被迫离职后出现,而控制权较强的高管被变更后公司业绩并没有得到改进;(3)进一步的研究显示,政府控制层级的提升和制度环境的改善能够弱化高管控制权对公司治理效率的负面影响。

第六章为高管控制权与企业资本配置行为的实证研究。基于“高管控制权与自利动机——资本扩张行为——企业风险形成”这一理论框架,本章的实证发现:(1)高管控制权和企业的投资扩张及多元化扩张行为存在显著的正相关关系;(2)当企业拥有充裕的现金流时上述正相关程度会得到加强;(3)基于联立方程模型的进一步研究显示,控制权较强的国企高管所进行的投资扩张战略可能并不会对企业的财务风险产生明显的不利影响,相比之下,此类高管所实施的多元化扩张战略则会显著的加大企业陷入财务困境的可能性。

第七章为高管控制权与会计信息透明度的实证研究。透明度是集众多信息内容及信息特征于一体的综合化概念,而为了掩饰控制权私利攫取行为,高管有动机通过会计选择行为来操纵公司的真实业绩信息。本章的实证分析发现:(1)高管控制权的增强会降低公司会计信息的透明度;(2)高质量的外部审计能够提高公司的会计信息透明度;(3)高管控制权的增强弱化了外部审计对公司会计信息透明度的正面影响。

第八章为政策建议。本章基于以上各部分的研究结论,针对我国国有上市公司治理实践中存在的高管财务自利问题,提出了相关的政策建议。

第九章为研究总结和对后续研究的展望。在这一部分中,总结了以上各章的研究结论,并对本书研究的局限性和下一步研究方向提出了作者的一些思考。

本书的研究特色和创新之处主要体现在以下三个方面:

①本书结合现实制度背景研究了高管控制权对薪酬契约和职位变更的操纵效应,证实国企高管的确通过控制权的运用扭曲了激励机制并实施了利益攫取,而政府控制层级的提升和制度环境的改善在一定程度上能够抑制国企高管的上述权力寻租行为。研究结果不仅是对 Bebchuk et al. (2002)等学者提出的“高管权力论”(Managerial power theory)在激励契约层面进行的重要补充,也为当前有关国企薪酬激励和选聘体制改革的持续推进提供了政策启示。

②本书研究了国企高管的权力特征对公司资本扩张决策的影响机理,并探讨了权力驱动下资本扩张的风险传导效应,是在“动机——行为——后果”的一体化研究架构下为国企高管的自利行为研究贡献了新的视角和证据,不仅是对“高管权力论”在企业财务决策层面进行的有益拓展,而且为当前有关国企重大决策和绩效评价机制改革的政策导向提供了经验佐证。

③本书通过研究国企高管的权力特征对公司会计信息质量以及外部审计的作用机制,证实国企高管控制权在信息披露决策中发挥了显著的负面效应,并且能够对独立审计的治理功效形成牵掣和干扰。上述研究工作不仅是在企业会计信息披露层面对“高管权力论”进行了有益的补充和拓展,而且为当前有关国企信息披露监管的政策导向提供了更为细致的线索。

本书是在作者博士学位论文的基础上修订而成的,部分素材也依托于作者所主持和参与的相关科研项目的贡献性成果。在搜集整理资料的过程中,参考了大量的国内外众多学者论著,得到了很多启发和借鉴。本书仅作为在此领域的研究探索和供学术探讨之用,当然,如能为社会和企业提供一些有益的参考和借鉴,无疑是本书的幸事。限于学识所限,书中留下甚多的缺憾,某些问题未及探讨,某些观点尚不成熟,甚至可能存在贻笑大方的弊端,恳请读者和专家包涵和批评!

目 录

CONTENTS

1	绪 论	1
1.1	问题的提出和研究意义	/ 1
1.2	研究内容与逻辑框架	/ 5
1.3	研究思路与研究方法	/ 8
1.4	本书研究的特色与创新之处	/ 9
1.5	相关概念的界定	/ 10
2	理论回顾与文献述评	14
2.1	高管控制权与控制权收益	/ 14
2.2	基于高管自利动机的薪酬契约研究	/ 20
2.3	基于高管自利动机的高管变更研究	/ 23
2.4	基于高管自利动机的资本配置行为	/ 26
2.5	基于高管自利动机的会计信息操纵行为	/ 30
2.6	研究评析与启示	/ 33
3	国企高管权力自利产生的背景和机理分析	36
3.1	国有企业改革路径与治理结构演进	/ 36
3.2	“内部人控制”与高管控制权的强化	/ 40

3.3	权力寻租动机下的高管财务自利行为	/ 44
3.4	本章小结	/ 46
4	高管控制权、薪酬契约与自利行为	48
4.1	引言	/ 48
4.2	理论分析与研究假设	/ 50
4.3	研究设计	/ 55
4.4	实证结果	/ 61
4.5	进一步的研究:控制层级、制度环境与高管权力自利	/ 69
4.6	本章小结	/ 74
5	高管控制权、职位变更与自利行为	76
5.1	引言	/ 76
5.2	理论分析及研究假设	/ 78
5.3	研究设计	/ 82
5.4	实证结果	/ 86
5.5	进一步的研究:控制层级、制度环境与高管权力自利	/ 95
5.6	本章小结	/ 98
6	高管控制权、资本扩张与自利行为	100
6.1	引言	/ 101
6.2	理论分析与研究假设	/ 103
6.3	研究设计	/ 108
6.4	实证结果	/ 114
6.5	本章小结	/ 125

7 高管控制权、会计信息透明度与自利行为	127
7.1 引言	/ 128
7.2 理论分析与研究假设	/ 130
7.3 研究设计	/ 134
7.4 实证结果	/ 139
7.5 本章小结	/ 148
8 政策建议	150
8.1 强化国企内部治理机制,约束高管自利行为	/ 150
8.2 加强国企外部治理环境建设	/ 156
9 研究结论与展望	159
9.1 研究结论	/ 159
9.2 研究局限与未来研究展望	/ 161
参考文献	164
后 记	175

1 绪 论

1.1 问题的提出和研究意义

所有权与经营权相分离为现代股份制公司的发展奠定了基础,但同时也引发了股东和管理层之间的代理冲突(Jensen and Meckling,1976)。根据代理理论,“管理者自利行为”是指由于管理者与股东之间存在利益冲突,管理者可能采取以牺牲股东利益为代价而获取自身利益的行为。管理者自利行为体现在多个方面,例如利用职权增加在职消费(Burrough and Helyar,1990),为掌握更多资源或获得更高薪酬而热衷于“帝国构建”(Jensen,1986),为保住自身职位不被他人取代而进行特殊投资(Shleifer and Vishny,1989),当公司面临被收购威胁时,更多地考虑自身利益的保障程度(Hartzell et al.,2004)等。

高管行为的上述问题,归根结底是所有权与经营权相分离所引发的代理成本的具体表现,并已经得到了学术界和实务界的日益重视和广泛关注。公司治理所需解决的根本问题即是利用有效的激励和约束手段,促使作为代理人的公司管理层做出符合股东利益的决策和行为,其中的一个重要途径就是为管理层提供恰当形式的激励契约。在这一理论框架下,Bushman

and Smith(2001)认为公司治理体系能够从两个层面发挥作用:第一,从静态激励契约视角看,股东能否通过薪酬契约的激励效应降低与高管之间的代理成本以最大化企业价值;第二,从动态激励契约视角看,对业绩不佳的高管能否进行及时更换以促进经营绩效的提升。而现实的景象却是,自20世纪90年代以来,西方发达国家公司高管薪酬的急剧增长使得公司高管的薪酬契约安排日益成为公司治理的焦点问题,并被视为是“经理资本主义”背景下管理层内部人控制的典型弊端。近几年中国国有上市公司高管薪酬的涨幅同样惊人,金融危机背景下国企高管与员工之间巨大的薪酬差距更是成为社会各界关注的焦点并遭到普遍质疑。与此同时,作为激励契约的动态层面,经营不善的经理人固守职位的“堑壕行为”也通常被视作最严重的代理问题之一而饱受诟病。

其次,作为企业最为重要的生产经营活动,资本配置行为无论是对于一个企业的成败还是对于一国经济增长而言均至关重要。企业的资本配置决策决定了企业经营活动创造现金流量的能力,进而决定着企业价值最大化目标的实现。因此,一个企业在发展过程中所面临的最核心财务问题便是企业的资本配置决策问题。自然,如何提高企业的资本配置效率已成为经济学与管理学研究的重要课题,也是企业实现股东财富最大化理财目标的根本保障。那么,对于处于转型经济和新兴市场中的中国国有企业来说,其资本配置行为表现如何呢?从国有上市公司的实际情况来看,资本扩张作为企业重要的表象特征得到了极为明显的展示,总体上国有企业规模扩张的速度一直处于较高的水平,并呈现出长期高速扩张的强劲势头。其突出表现在:“做大做强”成为近些年来众多企业的经营口号和战略目标,而多元化扩张俨然成为不少管理者所偏爱的发展路径。

最后,资本市场在本质上也是一个信息市场,会计信息对资本市场的有效运转发挥着非常重要的作用。Healy and Palepu(2001)认为,提高公司会计信息质量有助于减轻管理层和外部股东之间的信息不对称和代理冲突,

强化资本市场对公司管理层的约束。而随着一连串公司舞弊案件的相继发生,上市公司的会计信息质量和信息透明度受到了更为广泛的关注,不少研究发现高管确实存在通过操纵会计信息而掩饰其非效率投资或在职消费等行为对公司价值损害的激励和能力,越来越多的国家开始把公司的会计信息透明度作为衡量公司治理效率的标尺。尽管我国政府在增强信息透明度及强化会计管制等方面一直在做持续不断的努力,然而我国上市公司的信息披露状况却并不尽如人意。因此,深入研究上市公司会计信息透明度的形成原因和影响因素,对于保护投资者利益、提高资本市场运行效率将具有重要的理论价值和现实意义。

迄今为止,已有一些文献从薪酬激励、高管变更、资本配置和信息披露等角度对管理者自利行为进行了实证研究。但是可以发现,目前的研究大多忽略了企业高管的控制权特征因素。Aghion and Bolton(1992)首先注意到控制权在公司治理中的重要性,并基于这一视角考察了不同权力结构状态下内部管理者的决策行为及效率差异。作为转型时期我国国有企业治理的一个重要特征,自20世纪90年代初实施放权让利改革以来,整个国企改革历程实质上即是高管控制权不断形成和提升的过程。中央或地方政府通过金字塔股权层级的延伸将企业决策权逐渐由上向下转移,企业管理层权力得到了空前加强(Fan et al, 2010)。而且我国政府推行的“一把手”负责制和长期孕育形成的“一把手”权力文化也使得分权改革的最终结果是权力高度集中到企业“一把手”手中。与此同时,全民股东的高度分散性导致实际上是由政府官员代理执行对国企高管的监督,由于监督动力不足、经理层寻租诱惑以及监督信息匮乏等问题容易引发监控弱化,以致内部管理层实质上拥有了对公司的重要控制权(朱茶芬和李志文, 2008),客观上为高管攫取私有利益创造了条件。徐莉萍等(2006)也指出,在公司治理还相对孱弱的环境当中,改制后的国企更多地面临管理层私利行为产生的风险。从公司治理的视角出发,频频见诸报端的国企高管超高薪酬以及薪酬与业绩“倒挂”等现象似乎已经违背了薪酬契约设计的初衷,而国企频繁实施的

资本扩张战略也在很大程度上被认为是管理层用于谋取私人利益的手段。同时,在自利动机驱使与约束弱化的情况下,国企会计信息的不透明特性也饱受非议。显然,在一系列公司行为异化的背后体现更多的可能是高管运用控制权寻租的踪迹。

那么,结合上述因素,一个有待深入探讨的课题即是:在以“行政干预下的经营者控制型”为主要特征的国有企业治理架构背景下,国企高管通过控制权的行使和运用究竟对以薪酬契约和职位变更为代表的激励契约安排是否产生了自利性影响?高管的控制权特征对公司资本配置行为以及会计信息透明度等具体财务决策又发挥了何种效应?其经济后果又如何呢?实际上,国有企业改革最重要的课题之一就是建立有效的高管激励和选聘制度,显然,上述问题的答案对设计合理的激励契约和高管选聘机制具有非常重要的指导作用。同时,在转型时期不同的权力结构特征下,探究影响企业资本配置行为背后的高管自利动机和实现途径,对于理解经济高速增长背后的微观投资结构异化和效率损失,阐释影响企业资本配置效率的作用机理和制度因素具有重要的现实意义。而高管具有隐瞒其自利行为的动机和能力,对信息及其披露的操纵也被视作内部人掩盖其利益侵占的主要方式,因此,控制权特征对会计信息透明度的影响同样值得关注。

此外,作为公司治理领域中一个新的研究课题——高管控制权问题越来越引起理论界和实务界的高度重视。虽然相关研究文献比较多,研究内容比较丰富,研究方式也比较多样,但是,在对现有文献进行归纳和梳理后发现,目前学者们在对高管控制权及其经济后果的研究方面,不论研究思路、研究内容还是研究方法都存有一定的局限和不足之处。而本书的研究工作对于拓宽现有研究领域的范围、弥补现有理论阐释的不足具有一定的理论参考意义,并且所总结的研究结论对于从根本上把握高管控制权的整体特征、厘清高管财务自利行为的影响因素进而制订防范国企高管权力寻租的有效措施都具有重要的现实指导意义,而且为提高我国国有上市公司

的治理效率、深化国有企业改革、完善投资者保护体系等提供具有一定价值的政策建议。

正是根植于对上述论题的结合思考,以及对现有研究成果不足的完善和发展,形成了本书研究的逻辑起点和研究动因。

1.2 研究内容与逻辑框架

本书立足于我国国有上市公司高管掌控企业实际控制权的异质性特征,基于财务自利的研究视角,以现代契约理论和委托代理理论为理论基础,通过规范和实证相结合的研究方法,深入、系统地探讨了我国国有上市公司以高管薪酬和职位变更为代表的激励契约安排、以过度投资和多元化扩张为代表的资本配置行为和以会计信息透明度为代表的信息披露决策产生自利性异化的驱动因素及影响机制,并在理论分析的基础之上以 2004 - 2008 年的国有上市公司为研究样本进行实证检验,进而为提出解决我国国有上市公司高管财务自利行为的治理和引导提供相应的政策建议。本书具体内容安排如下:

第一章为绪论。主要介绍本书的研究缘起、研究目的、研究意义、研究内容与逻辑框架、研究特色与创新以及主要相关概念的界定。

第二章为理论回顾及文献综述。本章主要涉及三个方面的内容:首先,对作为本书逻辑基础的高管控制权与控制权收益理论进行简单介绍;接着,分别从高管薪酬和职位变更的视角出发,回顾了国内外关于激励契约的相关研究现状;最后,重点基于高管的自利动机阐释和梳理有关企业资本配置决策和会计信息操纵行为的研究文献。

第三章为相关制度背景分析。本章首先探讨了国有企业改革的路径选择和公司治理结构演进;然后,阐释了因“内部人控制”导致高管控制权强化的现实背景以及权力寻租动机衍生高管自利行为的逻辑机理,为后续的

理论和实证研究提供相应的制度铺垫。

第四章为高管控制权与薪酬契约的实证分析。本章结合中国转型经济和国有企业薪酬体系改革的制度背景,实证研究发现:(1)国有企业高管的控制权越强,不但获得了更高的薪酬水平,还攫取了更多的超额薪酬,并且拉大了高管与普通员工之间的薪酬差距,表明国企高管的确通过权力的运用扭曲了薪酬激励机制,实施了利益攫取行为;(2)虽然高管薪酬的业绩敏感性整体上存在不对称的特征,但那些拥有较高控制权的同时又建立了政治联系的高管可能出于政治动机的考虑降低了薪酬粘性;(3)进一步的研究显示,政府控制层级的提升和制度环境的改善能够抑制国企高管攫取超额薪酬,但并不能有效约束薪酬差距的扩大。

第五章为高管控制权与职位变更的实证分析。在上一章的实证研究基础上,本章的实证发现:(1)总体而言,公司业绩下降和发生亏损与高管变更显著相关,而高管控制权的增强会降低高管变更概率与低劣业绩之间的敏感性,表明国企高管的控制权在高管变更决策中发挥了显著的职位堦壕效应,并对公司治理效率造成了损害;(2)发生了高管变更的公司其未来业绩有明显的提高,但这一促进效应仅在控制权相对较弱的高管被变更后出现,而控制权较强的高管被变更后公司业绩并没有得到改进;(3)进一步的研究显示,政府控制层级的提升和制度环境的改善能够弱化高管控制权对公司治理效率的负面影响,从而抑制国企高管的权力寻租行为。

第六章为高管控制权与企业资本配置行为的实证研究。基于“高管控制权与自利动机——资本扩张行为——企业风险形成”这一理论框架,本章的实证发现:(1)高管控制权对国有企业的资本扩张行为产生了显著的影响,具体表现在高管控制权与企业的投资扩张及多元化扩张行为存在显著的正相关关系;(2)当企业拥有充裕的现金流时上述正相关程度会得到加强;(3)基于联立方程模型的进一步研究显示,控

制权较强的国企高管所进行的投资扩张战略可能并不会对企业的财务风险产生明显的不利影响,相比之下,此类高管所实施的多元化扩张战略则会显著的加大企业陷入财务困境的可能性。本章的研究表明,当缺乏有效的监督和约束时可能引发权力的负外部性风险,并进而损害企业的长期利益。

第七章为高管控制权与会计信息透明度的实证研究。会计信息透明度是集众多信息内容及信息特征于一体的综合化概念,而为了掩饰控制权私利攫取行为,高管有动机通过会计选择行为来操纵公司的真实业绩信息。本章的实证发现:(1)高管控制权的增强会降低公司会计信息的透明度,表明国企高管的控制权在信息披露决策中发挥了显著的负面效应;(2)高质量的外部审计能够提高公司的会计信息透明度,揭示独立审计在公司治理中发挥了应有的监督作用;(3)进一步的研究显示,高管控制权的增强能够弱化外部审计对公司会计信息透明度的正面影响,表明企业内部的权力结构等情境因素已经对独立审计的治理功效形成了牵掣和干扰。

第八章为政策建议。本章在以上各部分研究结论的基础上,针对我国国有上市公司治理实践中存在的问题,有针对性地提出了本书的一些对策建议。

第九章为研究总结和对后续研究的展望。在这一部分中,总结了以上各章的研究结论,并对本书研究的局限性和下一步研究方向提出了作者的看法。

具体而言,本书的整体研究框架如图 1.1 所示。