

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第1卷 第4辑, 2009年12月

Volume 1 Number 4, December 2009

主 编 李维安
副 主 编 李建标
武立东



经济科学出版社
Economic Science Press

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第 1 卷 第 4 辑

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第1卷. 第4辑/李维安主编. —北京: 经济科学出版社, 2009. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9048 - 0

I. ①公… II. ①李… III. ①公司 - 企业管理 - 研究
IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 016224 号

责任编辑: 吕 萍 程晓云

责任校对: 王凡娥

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

公司治理评论 (第1卷 第4辑)

主编 李维安 副主编 李建标 武立东

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

德利装订厂装订

787 × 1092 16 开 13.5 印张 250000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9048 - 0 定价: 23.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

领导权与经理报酬

——基于隐藏行为视角的经验证据 邵剑兵 高 闯 刘 宇 薛 慧 1

外部效应、公司治理与企业社会责任 曾广录 高明华 16

企业集团网络治理评价研究

——基于宏碁的案例研究 林润辉 张红娟 范建红 帅艳霞 29

公司绩效对管理层补偿的影响

——基于我国上市公司 2004 ~ 2008 年数据的实证研究
杨柳勇 陈立慧 姜丽荣 刘文雯 45

家族控制与金字塔结构

——我国台湾纺织业与建筑投资业家族集团的跨时分析 詹淑婷 钟喜梅 58

战略委员会、过度投资与公司业绩 覃家琦 孙凌霞 王崇赫 76

公司股东网络投票的法律经济学分析 黄 韬 99

澄清公告、大股东控制与公司治理结构

——来自沪深两市重组并购事件的经验研究 何 杰 113

终极控制人性质、债务融资方式与企业投资支出

——基于 2002 ~ 2006 年我国上市公司的实证研究 梅 丹 赵建峰 124

上市公司信息披露市场有效性研究

——以 2008 半年报业绩预告为对象的研究
姚明龙 解文斯 李 敏 张源浩 136

中国企业社会责任评价指标体系研究 梁 星 田昆儒 150

基于利益相关者的家族企业治理创新与代际传承

——大午集团的案例研究 李 亚 郑 玲 162

股权激励契约结构及其影响因素研究

——基于股权分置改革后实施股权激励的上市公司数据 徐 宁 王 帅 179

天价薪酬与美国投行的没落

——以高盛集团为例 张巧智 周清杰 192

CONTENTS

Managerial Power and Compensation

—Research from the Perspective of Camouflage

Shao Jianbing Gao Chuang Liu Yu Xue Hui 15

Externality, Corporate Governance and the Enterprise Social Responsibility

Zeng Guanglu Gao Minghua 28

Network Governance Evaluation of Business Groups

—Case Study of Acer Group

Lin Runhui Zhang Hongjuan Fan Jianhong Shuai Yanxia 44

An Empirical Study of the Effects of Corporate Performance on Managerial Compensation

—Based on China's Listed Companies (2004 – 2008)

Yang Liuyong Chen Lihui Jiang Lirong Liu Wenwen 57

Family Control and Pyramid Structure

—A Preliminary Study by Family Business Groups in Taiwan's Textile and Construction Investment Industry

Zhan Shuting Zhong Ximei 75

Strategy Committee, Over-investment and Corporate Performance

Qin Jiaqi Sun Lingxia Wang Chonghe 98

A Law and Economics Analysis of Voting over Internet by Shareholders

Huang Tao 112

Notice of Clarification, Controlling of Large Holder and Corporate Governance Structure

He jie 123

Ultimate Controlling Shareholder Attribute, Debt Financing Manner & Investment Expenditure

Mei Dan Zhao Jianfeng 135

Market Efficiency of Listed Companies' Information Disclosure

—An Empirical Study Based on 2008 Semi-Annual Earnings Announcements

Yao Minglong Xie Wensi Li Min Zhang Yuanhao 149

Research of Corporate Social Responsibility Estimate Indication System to China

Liang Xing Tian Kunru 161

The Innovation of Supervision Mode of Family Enterprise and Inter-Generational
Transmission Based on the Stakeholders Theory

—The Case Study of Da Wu Group

Li Ya Zheng Ling 178

A Study on the Structure and Influence Factors of Equity Incentive Contracts

Xu Ning Wang Shuai 191

Relationship between the Compensation of Executives and the Failure of American
investment banks

—A Study Based on Goldman Sachs

Zhang Qiaozhi Zhou Qingjie 208

领导权与经理报酬

——基于隐藏行为视角的经验证据

邵剑兵 高 闯 刘 宇 薛 慧*

【摘要】 经理领导权是经理报酬租金的重要解释变量。本文引入败德行为成本约束机制，认为经理领导权运用过程包含了隐藏行为和公开行为。本文集中探讨了不同败德行为成本水平下，经理隐藏行为对各类领导权变量和治理因素与经理报酬之间关系的影响。基于中国上市公司数据，本文对 1652 个上市公司样本进行了回归分析。结果显示，两职合一并没有使经理获得较多的报酬租金；盈余管理令经理获得较多的报酬租金；独立董事在董事会中的比例在低败德行为成本下可以令经理获得较多的报酬租金。另外，作为获得报酬租金的不同途径，经理会因情境在独立董事在董事会中的比例以及盈余管理之间进行策略选择。

【关键词】 领导权 隐藏行为 败德行为成本 经理报酬

一、导 言

经理报酬始终被认为是公司治理机制中的重要环节，但经理报酬与公司业绩之间较弱的敏感性令人们怀疑经理报酬作为解决代理问题的钥匙能否发挥必要的作用。本文关注的是经理领导权视角下的经理报酬问题，即经理报酬被认为是代理问题前提下，试图发现经理运用领导权获取报酬租金的内在机理。尽管经理报酬水平在很多时候与公司绩效弱相关，甚至有所背离，但经理总能为自己的高报酬寻找到合适的借口，或者让公众看到一个具备良好治理结构的上市公司。在一定意义上说，不论是从学术角度，还是从实践意义出发，深入分析经理运用领导权的行为及实施过程是十分重要的。随着中国资本市场的不断发展以及上市公司数量的快速增加，越来越多的上市公司

* 邵剑兵（1973～），男，辽宁盘锦人，辽宁大学新华国际商学院副院长，副教授，硕士生导师。研究方向：公司治理、战略管理、人力资源管理。

高闯（1953～），男，辽宁沈阳人，辽宁大学工商管理学院院长，教授，博士生导师。研究方向：公司治理。

刘宇（1983～），男，辽宁沈阳人，辽宁大学工商管理学院硕士研究生。研究方向：公司治理、战略管理。

薛慧（1984～），女，辽宁沈阳人，辽宁大学工商管理学院硕士研究生。研究方向：公司治理、人力资源管理。

开始为公司高管人员支付较高水平的报酬,但究竟什么水平的报酬是合理的?报酬背后是否有经理领导权的控制?这些都引起各方面的关注。然而,从现有文献看,尽管研究经理领导权变量和公司治理因素与经理报酬之间相关性的文献并不少见,但极少有从经理隐藏行为视角展开的研究。

本文从领导权运用的视角出发,对经理获得报酬租金过程中的隐藏行为进行探索性研究,由于隐藏行为的不可直接观测性,本文将利用败德行为成本(Bebchuk et al., 2002)作为分析工具。很多实证研究都是试图发现某些领导权变量和治理因素与经理报酬之间的相关性特征,并没有意识到这些变量与因素也可能是经理领导权运用的结果,而不是简单的显示器。本文利用两职合一、盈余管理、独立董事在董事会中的比例、企业投资回报率、行业投资回报率等指标作为研究经理领导权作用的中介变量和调节变量加以研究,通过对不同败德行为成本水平下的领导权作用结果进行比较分析,解释经理领导权运用的路径和过程,以及经理隐藏行为可能带来的影响。

二、文献回顾

将领导权理论(Managerial Power Theory)用于解释经理报酬租金问题,主要是伯切克(Bebchuk)等人的创造性贡献(2002, 2003),他们提出经理能够利用权力直接或间接地影响其报酬结构和水平。此后,研究领导权与经理报酬之间相关性的文献逐渐增加,经理报酬的领导权效应逐渐受到广泛关注。

代理框架下的领导权理论来自于两个方面的支撑,第一是战略管理领域中的经理权力理论(Finkelstein, 1992),认为经理权力包括四种类型:结构权力、所有权权力、专家权力和声望权力,经理可以利用所掌握的权力对决定其报酬的决定机制施加影响。比如,这种权力效应会体现在推荐独立董事人选或对独立董事报酬决策施加影响等方面(Daily & Dalton, 1992; Lambert et al., 1993; 吴淑琨等, 1998)。第二是经理自主权理论(Finkelstein & Boyd, 1998),认为经理可以对企业经营业绩进行调整,达到影响其报酬水平的目的,主要体现在盈余管理等因素上(Healy & Wahlen, 1999; 王克敏和王志超, 2007)。

为更好地解释经理运用领导权的过程,伯切克等(Bebchuk, et al., 2003)引入了败德行为成本(outrage costs)和隐藏行为(camouflage),试图解释在较强领导权的情况下,最优报酬合约或良好的公司治理结构与经理报酬租金为什么会同时存在。以独立董事在董事会中的比例为例,这个指标通常被认为是显示经理报酬决定机制是否保持独立的重要标志。标准的代理理论框架下,独立董事比例的提高必然意味着对经理领导权的约束,进而促进经理报酬的合理化和报酬租金的减少,但很多经验证据却持不同甚至是截然

相反的观点。芬克尔斯坦和汉姆布瑞克（Finkelstein & Hambrick, 1989）认为，经理报酬与外部董事在董事会中的比例无关，赫曼林和维斯巴赫（Hermalin & Weisbach, 1998）、史弗达萨尼和耶麦克（Shivdasani & Yermack, 1999）的研究结果指出，在制订 CEO 报酬方案的时候，独立董事并不比内部董事做得更好，国内的李亚静等人（2005）对国内 379 家上市公司 2001 年的截面数据进行研究后发现，董事会中独立董事比例与经理的总报酬、持股预期价值没有明显的相关性。如果上述观点尚可以用经理缺少领导权来解释，那么董事会中独立董事的比例与经理报酬之间正相关关系就很难利用传统的代理理论来解释了。兰伯特等人（Lambert et al., 1993）及波伊德（Boyd, 1994）都验证了这种情况的存在，即 CEO 报酬和外部董事在董事会中百分比之间存在着正相关关系，博罗霍维奇等人（Borokhovich et al., 1996）发现，独立董事比例越高 CEO 的报酬也表现出较高水平，两者之间呈现出正相关关系。这种现象的解释工具是连锁（Inter-lock）董事理论，由于诸多 CEO 彼此在对方公司董事会中担任独立董事，可以相互决定对方的报酬结构和水平，他们就形成了连锁的利益纽带，这样的独立董事在董事会中所占比例越高，也必然会提高经理报酬租金水平。可以说，独立董事不仅仅是“橡皮图章”，而且成为经理掩盖其利用领导权获取报酬租金的重要工具。经理的隐藏行为还有很多种类型，包括聘请报酬顾问、设置有利的股权计划、自由延展股权计划等（Bebchuk et al., 2003）。

尽管此前的一些文献对败德行为成本和隐藏行为已有涉及，但至少有一个问题还没有得到很好的解释，即经理利用领导权获取报酬租金的过程中，败德行为成本和隐藏行为到底发挥了什么作用？这其实可以分解为两个层次：第一，败德行为成本是否导致隐藏行为的存在？即证实隐藏行为的存在；第二，隐藏行为对领导权涉及到的权力因素与经理报酬之间相关性会产生什么影响？本文试图回答这两个问题。

三、理论构架与假设提出

1. 理论构架

（1）领导权与领导权运用行为。拥有领导权的经理在运用权力谋取报酬租金的过程中，不可避免地会受到来自于外部环境因素的制约，如果经理人员获得高水平的报酬，与此同时公司却在裁员，或者公司股票表现十分糟糕，就会产生“败德行为成本”（Bebchuk et al., 2004），对公司和经理的声誉产生消极影响，甚至可能直接削弱经理领导权和危及其职位。2008 年下半年到 2009 年初，由于经济危机导致美国一些金融企业陷入困境，当这些企业向政府求援并获得大量资金支持的时候，却为公司中的一部分雇员发放十分丰厚

的年终奖金，这招致了政府和公众的巨大愤怒，最终迫使这些企业不得不放弃奖金发放计划，或采取其他符合公众要求的措施。因此，在败德行为成本的约束下，经理面临着领导权运用行为的选择，即采取隐藏行为还是公开行为。

按照伯切克等人 (Bebchuk et al., 2003) 给出的定义，隐藏行为是经理将其抽租的行为加以隐藏或使之合法化的具体行动，即令股东和其他外部利益相关者难以直接观察到其抽租行为。可以认为，败德行为成本越高，在报酬问题上经理也就会面临更大的压力，隐藏其抽租行为的动机也就越强烈。由于隐藏行为在报酬决定过程中有一定的滞后性，所以在大多数情况下经理会尽量少触碰那些可能会诱发败德行为成本的治理因素，而两职合一就是其中的一个重要变量。董事长与总经理的两职合一必然意味着同时拥有这两个职位的人也会掌握着较大的领导权 (Finkelstein, 1992; Lambert et al., 1993; 吴淑琨等, 1998)，这一点已经被普遍认可与接受，公众也把这个变量与领导权直接联系起来。作为这样一个容易引起败德行为成本的变量，经理有动机采取相对应的隐藏行为，即主动回避两职合一。从动态角度看，总经理或董事长刚刚得到任命的时候，往往不是两职合一，只拥有其中的一个职位。经过一段时间之后他们会逐渐积累起较多的领导权，这时他们可以利用所掌握的权力获得另一个职位，达到两职合一。由于败德行为成本的客观存在，经理的最佳策略是放弃而不是同时拥有另一个职位，否则就容易将领导权暴露给股东和公众。从这个角度看，两职分开未必意味着较低水平的领导权，却可能是领导权作用的结果。

(2) 领导权运用行为与报酬决定机制。董事会中的报酬委员会以及独立董事制度是经理报酬决定机制的重要组成部分，经理的领导权运用主要体现在推荐独立董事候选人以及影响报酬委员会的决策上。经理可以推荐那些与自己有连锁利益的人进入公司董事会，提高董事会中连锁董事（独立董事）的比例，进而影响到报酬委员会的决策。

当经理可以影响甚至操纵董事会报酬委员会的时候，其报酬租金是否会过高呢？败德行为成本理论指出，如果经理为自己设定的报酬远高于“最优合约”数额的话，就会引起外部人极大的不满，会对公司独立董事产生不同的社会成本和声誉成本 (Bebchuk et al., 2003)。职业声誉是独立董事非常重视的因素，他们加入董事会不仅要获得报酬，大多数人还希望这个职位可以给他们带来声望和人际交往。当经理报酬方案可能会引起败德行为成本的时候，独立董事未必会完全考虑经理利益，他们会很犹豫，会关注媒体和不同社会团体对报酬方案的态度。只有在不会产生足够高的败德行为成本的前提下，他们才会支持经理。因此，在拥有推荐连锁利益候选人的情况下，经理有动机提高董事会中独立董事的比例，这是经理利用报酬决定机制获得报酬租金的必要条件。但败德行为成本的存在又制约了独立董事的行为，令他

们不能毫无顾忌地通过不合理的经理报酬方案，败德行为成本直接影响着经理报酬租金的水平。

（3）领导权运用行为与报酬基准要素。报酬基准要素的确定主要与盈余管理相关。如果经理报酬是以会计信息为基础设定的，经理就存在着内在动机去选择确认未来盈余的会计政策，以确保个人效用的最大化（Watts，1986；Hagerman et al.，1979；Healy，1985），因此，以盈余为基础的经理报酬会产生盈余管理的动机（Elitzuretal，1995；Guletal，2003）。经理实施盈余管理的能力来自于经理自主权，从经理自主权可以发现经理对其赖以生存环境的控制程度和行为方式，这种能力具有明显的环境依赖性，随着环境不确定性程度的改变而发生变化。

由于盈余管理具有专业强的特点，且难以从公司对外公开信息中直接找到有关盈余管理的数据，当经理运用领导权实施盈余管理的时候，引起败德行为成本的可能性相对小一些。只有当达到违规或管理舞弊的程度，才可能会引起外部人的关注。因此，在败德行为成本约束的条件下，经理实施盈余管理的动机相对于其他途径会更强一些。

（4）领导权运用行为与报酬租金。经理运用领导权的一个重要目的就是获得报酬租金。这可以分为两条路径，分别是报酬决定机制和报酬基准因素。败德行为成本主要对经理运用权力的行为以及实施路径产生影响，促使经理在不同的路径间进行选择和调整。因此，本文的研究框架如图1所示，在败德行为成本的约束下，经理是否以及采取什么样的隐藏行为就是本文的主要研究内容。

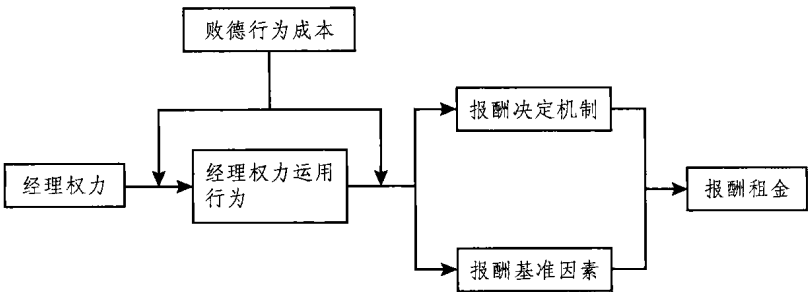


图1 领导权的作用路径

2. 假设的提出

（1）败德行为成本约束下的经理领导权。在败德行为成本约束下，经理有动机将其掌握的领导权隐藏起来。两职合一作为显示经理领导权的重要指标，拥有较强领导权的经理并不会主动地寻求两职合一。即使在败德行为成本较低的情况下，由于经理担心从两职合一调整到两职分离需要一定的时间，一旦败德行为成本上升要实施隐藏行为必然会有滞后性，其也不愿意两职合

一。因此,在败德行为成本日益重要的背景下,两职合一与经理报酬之间的相关性水平会呈现出下降趋势。故提出如下假设:

H1: 两职合一与否与经理报酬水平没有显著的相关性。

(2) 败德行为成本约束下的报酬决定机制与报酬租金。在败德行为成本约束下,独立董事会根据经理报酬方案可能引发败德行为成本的程度,决定经理报酬方案的内容,即独立董事的决策行为具有明显的环境依赖性。

H2: 在不同的情境下,独立董事在董事会中的比例与经理报酬之间有不同的相关性。

H2a: 当败德行为成本高的时候,独立董事在董事会中的比例与经理报酬之间没有显著的相关性。

H2b: 当败德行为成本低的时候,独立董事在董事会中的比例与经理报酬之间有显著的相关性。

(3) 败德行为成本约束下的报酬基准因素与报酬租金。在败德行为成本的约束下,由于盈余管理的不易观察性,拥有领导权的经理更愿意利用这种方式提高公司业绩,获得报酬租金。

H3: 盈余管理与经理报酬水平有显著的相关性。

(4) 败德行为成本约束下的报酬决定机制与报酬基准因素。在败德行为成本的约束下,经理报酬决定机制与报酬基准因素之间存在着不同的相关性。当败德行为成本高的时候,经理更愿意选择盈余管理的手段,而不是提高独立董事在董事会中的比例,两者之间存在一定的替代关系。当败德行为成本低的时候,经理则会根据所掌握领导权的情况决定采取哪条权力运用途径,或同时利用这两条途径。

H4: 在不同的情境下,报酬决定机制与报酬基准因素之间有不同的相关性。

H4a: 当败德行为成本高的时候,报酬基准因素与报酬决定机制之间有负相关性。

H4b: 当败德行为成本低的时候,报酬基准因素与报酬决定机制之间的相关性不明确。

四、研究方法

1. 数据和样本

本文的数据来源是国泰安数据库(GTA)和北京大学中国经济研究中心数据库(CCER)。本文选取了2001~2005年我国沪深两市的全部上市公司为研究样本,主要考虑到我国从2001年之后开始放松对资本市场的管制,随着上市公司控股性质的日益多元化,经理报酬更趋向于市场化。鉴于某些上市

公司在这段时间内出现特殊情况甚至是极端情况会影响到统计的有效性，所以对样本按照下述原则进行了筛选：第一，剔除在2000年1月1日之后上市的公司；第二，剔除ST、PT公司以及亏损公司样本，以及净资产收益率大于200%的公司；第三，剔除净资产、主营业务利润、净利润为负的公司；第四，剔除研究所需要的财务数据、公司治理数据以及报酬数据缺失的公司；第五，剔除总经理不在上市公司领取报酬以及当年出现总经理变更的样本。

根据上述原则，经过剔除筛选获得有效样本共1 652家，其中包括来自2001年的样本数为283，2002年的样本数为318，2003年的样本数为326，2004年的样本数为380以及2005年的样本数为345。2001~2004年的样本数呈上升趋势，2005年样本数有所下降。本文使用了统计软件SPSS15.0 for Windows。

2. 变量与测度

(1) 因变量 (Dependent Variable)。根据本文研究的问题，将高管报酬设定为因变量。由于获得的数据为公司年报中公布的前三名高管年薪总额，事先已经剔除了不在本公司领取报酬的样本，可以将这个数据视同为经理报酬，该变量采用对数形式。

(2) 自变量 (Independent Variables)。根据上述两个数据库提供的信息，以及本文前面进行的文献综述和构建的理论框架，本文设定了五个子变量：两职合一、线下项目、独立董事在董事会中的比例、ROE和行业ROE（见表1）。需要指出的是，由于缺乏直接观测败德行为成本的工具，只能采用间接指标。根据领导权理论中关于败德行为成本的定义，当公司所处行业或公司的收益率水平较高的时候，引起败德行为成本的几率要小一些，反之则容易引起抱怨和愤怒。因此，可以利用ROE行业ROE差中位数两个指标作为衡量败德行为成本高低的重要依据。

(3) 控制变量 (Control Variables)。回归模型中引入了几个可能会影响经理领导权抽租行为的变量作为控制变量（见表1）。其中，总资产采取对数形式。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义	符号
因变量	高管报酬	Ln （前三名高管年薪总额）	Pay
解释变量	两职合一	总经理与董事长为同一人，取1，否则取0	Dual
	线下项目	$(投资收益 + 营业外收入 + 补贴收入 + 营业外支出) / 总资产$	Em
	独立董事比例	独立董事人数/董事会规模	Indi
	ROE	与上一年相比的 ΔROE	ROE
	行业ROE	同行业公司与上一年度相比的 ΔROE 的中位数	In-ROE

续表

变量类型	变量名称	变量定义	符号
控制变量	总资产	资产总额	Asst
	地区	中西部地区样本数量很少, 故分为东部 (1) 和非东部 (0)	Area
	行业	各行业样本数量差异较大, 故分为工业 (1) 和非工业 (0)	Indu
	交易所	属于上海交易所, 取 1, 属于深圳交易所, 取 0	Exch
	年份	年度 (2001 ~ 2005) 虚拟变量 1、2、3、4、5	Year

五、结果分析

1. 描述性统计和相关系数

表 2 检验了 ROE 水平或行业 ROE 较高的上市公司, 与那些相对较低公司之间连续变量上的差异, 表 3 则检验了分类变量的差异。从结果看, 按照 ROE 的高低, 线下项目和独立董事在董事会中的比例都没有显著的差异。但按照行业 ROE 分析上述变量的差异, 却发现了不同的结果, 这两个变量都表现出显著的差异性行业 ROE 高的上市公司中, 独董比例和董事会持股比例都明显地低于行业 ROE 低的上市公司。分类变量非参数检验的结果显示 (见表 3) 两职合一没有显著性差异。

表 2 连续变量 T 检验

变量	ROE 分组 T 检验		行业 ROE 分组 T 检验	
	T	Sig.	T	Sig.
Em	1.570	0.117	2.671 **	0.008
Indi	1.019	0.308	-26.305 **	0.000

注: * 表示在 0.05 水平下显著, ** 表示在 0.01 水平下显著。

表 3 分类变量非参数检验

变量	ROE 分组检验		行业 ROE 分组检验	
	Mann-Whitney U	Sig.	Mann-Whitney U	Sig.
Dual	341 138.0	1.000	340 312.0	0.940

注: * 表示在 0.05 水平下显著, ** 表示在 0.01 水平下显著。

表 4 和表 5 检验了解释变量之间的相关性。其中, 表 4 表示总体样本与按 ROE 分组的不同样本中两两变量的相关性情况, 表 5 表示总体样本与按行业 ROE 分组的不同样本中两两变量的相关性情况。

表 4
变量相关系数（按 ROE 高低分组）

变量	总体样本情况				大于 ROE 中位数组				小于 ROE 中位数组			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
1. Ln Pay	1				1				1			
2. Dual	0.024	1			-0.041	1			0.093 **	1		
3. Em	0.150 **	0.023	1		0.143 **	0.006	1		0.153 **	0.048	1	
4. Indi	0.418 **	-0.014	-0.066 **	1	0.440 **	-0.036	-0.135 **	1	0.413 **	0.008	0.029	1
最大值	3 531 795	1	0.176	0.556	3 531 795	1	0.176	0.556	2 190 000	1	0.136	0.500
最小值	44 110	0	-0.054	0.000	70 000	0	-0.054	0.000	44 110	0	-0.053	0.000
均值	523 825	0.108	0.007	0.165	623 755	0.108	0.008	0.271	423 894	0.108	0.006	0.265
标准差	396 533	0.310	0.018	0.268	449 269	0.310	0.021	0.125	304 677	0.310	0.015	0.124

注：* 表示在 0.05 水平下显著，** 表示在 0.01 水平下显著。

表 5
变量相关系数（按行业 ROE 高低分组）

	总体样本情况				大于行业 ROE 组				小于行业 ROE 组			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
1. Ln Pay	1				1				1			
2. Dual	0.024	1			0.049	1			0.002	1		
3. Em	0.150 **	0.023	1		0.228 **	-0.014	1		0.139 **	0.057	1	
4. Indi	0.418 **	-0.014	-0.066 **	1	0.388 **	0.005	-0.018	1	0.097 **	-0.069 *	-0.093 **	1
最大值	3 531 795	1	0.176	0.556	2 170 286	1	0.173	0.462	3 531 795	1	0.176	0.556
最小值	44 110	0	-0.054	0.000	44 110	0	-0.041	0.000	86 000	0	-0.054	0.000
均值	523 825	0.108	0.007	0.268	407 812	0.058	0.008	0.200	639 837	0.107	0.006	0.336
标准差	396 533	0.310	0.018	0.2478	314 772	0.234	0.017	0.138	434 322	0.309	0.018	0.053

注：* 表示在 0.05 水平下显著，** 表示在 0.01 水平下显著。

表 4 和表 5 显示：(1) 两职合一与报酬的关系。总体样本的两职合一与报酬之间存在着较弱的正相关关系，但将样本按照 ROE 高低划分后却得到了完全不同的结果。高 ROE 的上市公司中，两职合一与报酬之间存在着较弱的负相关关系，而低 ROE 上市公司则表现出显著的正相关关系。按照行业 ROE 高低划分后得到的两职合一与报酬之间的结果，与样本总体情况一致。(2) 独董比例与报酬的关系。总体样本与不同 ROE 及不同行业 ROE 类别的上市公司都表现出相同的特征，即独董比例与报酬之间存在着显著的正相关关系。(3) 线下项目与报酬的关系。总体样本与不同 ROE 及不同行业 ROE 类别的上市公司都表现出相同的特征，即线下项目与报酬之间存在着显著的正相关关系。(4) 三个变量之间的关系。总体样本中，两职合一与独董比例之间存在着较弱的负相关关系，低 ROE 与行业 ROE 高的上市公司表现出较弱的正相关性，而行业 ROE 低的上市公司则表现出显著的负相关关系；总体样本中，两职合一与线下项目之间存在着减弱的正相关关系，两者之间的关系只在行业 ROE 高的上市公司中表现出不同，即较弱的负相关关系；总体样本中，线下项目与独董比例之间存在着显著的负相关关系，但 ROE 低的上市公司中这两个变量之间却表现为较弱的正相关性。

2. 假设检验

表 6 是回归分析结果。本文分别依据 ROE 和行业 ROE 高低分组进行了多元回归，分别得到了 Model 1（总体样本回归方程）、Model 2（低 ROE 样本的回归方程）、Model 3（高 ROE 样本的回归方程）、Model 4（低行业 ROE 样本的回归方程）和 Model 5（高行业 ROE 样本的回归方程）。五个回归方程的 $Ad. R^2$ 值都在 0.4 以上，其中三个回归方程的 $Ad. R^2$ 值超过了 0.5，说明拟合效果较好。

表 6 显示，两职合一与经理报酬没有显著的相关性，无论是对样本总体回归，还是按照 ROE 或行业 ROE 分组分别回归。这证实了本文前面的推测，即使上市公司取得了不错的业绩，但在社会公众越来越重视经理报酬的背景下，败德行为成本随时可能被触发，因此，针对这类被公众广泛重视的领导权指标，经理有动机隐藏其所掌握的领导权。当然，上市公司中两职分离比例的提高以及两职合一与经理报酬相关性逐渐减弱被认为是公司治理结构日益完善的证据，但所谓的公司治理机制趋于完善却无法解释经理报酬租金的持续存在和提高。隐藏行为可以很好地解释两职分离与经理报酬租金之间的奇怪现象。

表 6 显示，在样本总体和业绩良好的上市公司中，独立董事在董事会中的比例与经理报酬之间存在显著的正相关关系 ($p < 0.01$)，而低 ROE 和低行业 ROE 的上市公司则不显著。这说明经理能够影响到独立董事的决策机制，独立董事制度并没有发挥出代理理论的预期作用，反而成为经理运用领导权

获取报酬租金的工具。但独立董事也受到败德行为成本的约束，当上市公司收益率较低或所处行业整体收益率较低的时候，担心会引发公众的抱怨和愤怒，进而对自己的声誉和职业前途产生负面影响，他们也不会贸然支持过高的经理报酬。

表6显示，线下项目与经理报酬之间有显著的正相关关系（ $p < 0.01$ ， $p < 0.05$ ），在不同组别的回归结果中都是如此。这证实了本文的假设，即在各种可能产生败德行为成本的情境下，经理运用领导权的过程中都会通过盈余管理的途径达到获得报酬租金的目的，这也说明经理不担心盈余管理会引发过高的败德行为成本。

表4和表5显示，总体样本下以及分组相关分析里低行业ROE组的独立董事在董事会中的比例与盈余管理都有显著的负相关性，这证实了H4a假设，当败德行为成本较高的时候，经理更愿意选择通过盈余管理而不是独立董事在董事会中的比例获得报酬租金。高行业ROE组和高ROE组的两个变量之间呈现出了不同的相关性，前者无显著相关性，后者存在显著的负相关性，也支持了H4b假设，但败德行为成本较低的时候，经理要么对上述两种手段的选择没有明显倾向，要么根据自己实际掌握领导权的情况来决定选择一种手段而放弃另一种手段。

表 6 回归结果

变量		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
(Constant)		(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
解释变量	Dual	0.001 (0.952)	0.046 (0.058)	-0.043 (0.088)	-0.038 (0.155)	0.033 (0.181)
	Em	0.101 ** (0.000)	0.079 ** (0.001)	0.133 ** (0.000)	0.112 ** (0.000)	0.102 ** (0.000)
	Indi	0.093 ** (0.000)	0.051 (0.185)	0.133 ** (0.000)	0.028 (0.300)	0.106 ** (0.003)
	ROE	0.259 ** (0.000)	0.151 ** (0.000)	0.190 ** (0.000)	0.321 ** (0.000)	0.231 ** (0.000)
	ln-ROE	0.070 * (0.012)	0.049 (0.216)	0.106 * (0.011)	0.030 (0.358)	0.048 (0.179)
控制变量	Ln Asst	0.254 ** (0.000)	0.267 ** (0.000)	0.245 ** (0.000)	0.259 ** (0.000)	0.273 ** (0.000)
	Area	0.241 ** (0.000)	0.271 ** (0.000)	0.222 ** (0.000)	0.250 ** (0.000)	0.266 ** (0.000)
	Indu	-0.146 ** (0.000)	-0.202 ** (0.000)	-0.090 ** (0.000)	-0.139 ** (0.000)	-0.164 ** (0.000)
	Exch	0.083 ** (0.000)	0.102 ** (0.000)	0.084 ** (0.001)	0.092 ** (0.001)	0.087 ** (0.000)
	Year	0.295 ** (0.000)	0.364 ** (0.000)	0.262 ** (0.000)	0.185 ** (0.000)	0.282 ** (0.000)