

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2021.06.007

冗员负担与高管超额薪酬：促进还是抑制？^{*}

陈晓珊

（广东财经大学会计学院，广州 510320）

摘 要：在政府不断推进国有企业混合所有制改革的政策背景下，本文以2010~2018年国有控股上市公司为研究对象，实证研究冗员负担与高管超额薪酬之间的关系。结果表明，冗员负担会显著促进高管获得超额薪酬。进一步分析发现，冗员负担对高管超额薪酬的促进效应在处于成熟期、民营绝对控股、垄断行业、面临激烈的市场竞争、董事长与总经理两职分离、管理层权力低等类型的企业中更明显。本文的研究补充了冗员负担与高管超额薪酬相关领域的研究文献，在一定程度上可以为高管获得超额薪酬提供来自企业产权层面的合理解释，对于企业进一步完善公司治理也有一定的启示意义。

关键词：冗员负担；高管超额薪酬；混合所有制企业

中图分类号：F272.3

文献标识码：A

文章编号：2095 — 8072(2021)06 — 0087 — 12

一、引言

现代公司制度确立后，公司的所有权与经营权相分离。股东将公司的主要经营控制权委托给高管行使，虽然有助于权责分明，但信息不对称容易导致高管产生管理松懈。一方面，拥有经营控制权的高管作为理性的经济人，有着强烈的动机利用其权力影响董事会对其薪酬契约的制定过程，与此同时也有可能利用各种短视投资项目攫取私人利益，这不仅会增加代理成本，也会加大企业内部的薪酬差距，进而影响员工的工作积极性并最终损害企业的发展。另一方面，上市公司董事会固有的任人唯亲文化也会使得董事们通常倾向于与高管保持良好关系，从而对高管获得超额薪酬的行为扮演“旁观者”的角色（Bebchuk & Fried, 2003；Brick等，2006；郑志刚等，2012）。近年来，关于我国上市公司高管获得“天价薪酬”的新闻报道屡见不鲜，使得高管超额薪酬问题一直是学者们关注的热点话题。相关文献也围绕高管超额薪酬的影响因素展开了大量研究，然而，鲜有学者从企业产权的根本性质上讨论高管超额薪酬产生的原因。

事实上，国有产权与非国有产权之间存在绩效差异的最根本原因在于政府干预。政府干预会直接影响国有企业高管激励机制的正常建立，也会给国有企业强加政策性负担，使得国有企业面临多重经营任务（张敏等，2013）。政府有义务缓解社会就业压力，因此，国有企业承担冗员压力便是政府干预下的主要任务之一，也正因如此，

^{*} 基金项目：本文受广东省自然科学基金联合基金项目“实际控制人的境外居留权与企业创新：作用机制、经济后果与对策”（项目编号：2019A151111017）和广东省财政科研课题“区域差异化财政政策助推广东经济高质量发展研究”（项目编号：Z202116）的共同资助。

国有企业的高管才有更加强烈的动机寻求额外补偿，从而获得超额薪酬。混合所有制企业是介于完全国有企业和完全民营企业之间的一种中间状态。作为一个市场经济的主体，其除了考虑自身的盈利外，还要兼顾政府的目标（比如通过增加就业达到维持社会稳定的目标）。这种社会性负担的存在使得政府会通过产出补贴的方式增加混合所有制企业的产出，进而缓解就业压力。

基于上述分析，本文以国有控股上市公司为研究对象，探讨冗员负担与高管超额薪酬之间的关系，从而有效弥补现有文献缺乏从产权因素进行研究的局限，研究结论也可以补充高管超额薪酬影响因素的相关研究。考虑到国有控股上市公司中既包含国有股权，又包含非国有股权。前者需要完成政策性目标，后者追求利润最大化的经营目标。相对而言，这样的股权结构比较贴合混合所有制的内涵要求。故本文选择国有控股上市公司作为样本对象。

二、理论分析与研究假设

学界关于企业冗员负担可能产生的经济后果的研究最早涉及冗员负担对国有企业经营效率的影响（Shleifer & Vishny, 1994; Bai等, 2006），并指出国有企业承担着大量的冗员负担（Dewenter & Malatesta, 2001）。在此基础上，近年来国内学者开始以国有企业为研究对象，从理论和实证上研究国有企业冗员负担的经济后果（林毅夫, 2004; 曾庆生和陈信元, 2006; 薛云贵和白云霞, 2008）。譬如，张天琴（2011）、张敏（2013）、沈永建和倪婷婷（2014）等研究指出，我国国有企业承担的冗员负担会显著降低高管薪酬-业绩敏感性。叶建宏和汪伟（2015）的研究表明，国有企业承担的政策性负担会明显抑制高管获得超额薪酬。杨德明和赵璨（2016）认为冗员负担使得国有企业承担较高的劳动力成本，从而降低企业价值。赵雅娜和敖小波（2016）指出，国有企业的冗员负担会对企业的盈利能力和财务绩效造成负面影响。张宏亮和曹丽娟（2016）研究发现，国有企业的冗员负担会加大企业自由现金约束和高管道德风险，同时还会制约企业的投资行为。陈晓珊和刘洪铎（2019a）的研究表明，冗员负担会负向影响公司的现金股利政策。尽管相关研究已取得较为丰富的成果，但是上述文献更多的是讨论国有企业冗员负担的经济后果，忽视了国有企业在经过混合所有制改革之后所形成的具有相对静止产权状态的混合所有制企业中，同样因为国有产权的存在仍然承担着冗员负担，因此，讨论这种混合所有制企业的冗员负担问题有一定的必要性和重要性。

目前关于高管超额薪酬影响因素的研究主要从三个方面展开：一是从公司治理的角度讨论公司治理机制如何有效降低高管超额薪酬（Graham, 2012; Pandher & Currie, 2013; 陈晓珊和刘洪铎, 2019b）；二是从企业文化的角度分析董事会文化对高管超额薪酬的影响（Jensen, 1993; 郑志刚等, 2012）；三是从外部监督的角度探讨媒体对高管超额薪酬的治理作用（Kuhnen & Niessen, 2012）。然而，上述文献忽视了企业产权绩效差异是影响企业经营的重要原因。在国有企业混合所有制改

革进程中, 国有独资企业在经过所有制改革后, 所形成的混合所有制企业内部同时拥有国有产权和非国有产权, 国有产权的存在不可避免地造成混合所有制企业也会受到政府干预, 而政府干预会使混合所有制企业面临更严重的代理问题, 同时影响企业高管的激励机制设计, 此外, 政府也会赋予混合所有制企业社会、经济、政治等多重任务, 造成企业多重目标之间的利益冲突, 并且给企业带来沉重的政策性负担, 最终降低企业的市场主动性和自生能力。

对于混合所有制企业而言, 当他们承担大量的冗员负担时, 企业的经营目标就由单纯的追求利润最大化异化为多目标, 其中一个重要的目标就是承担社会上的冗员, 从而为政府缓解就业压力(张敏等, 2013)。从高管的角度看, 目前无论是国有产权的高管抑或非国有产权的高管, 其绩效薪酬均与企业业绩高度正相关, 如果企业在为政府承担冗员负担的同时, 高管却无法获得相应的薪酬补偿, 那对高管来说明显是一种损失。因此, 作为理性的经济人, 高管必然会通过其他手段攫取替代性补偿, 从而获得超额薪酬。从政府的角度看, 政府为了使企业高管积极配合承担冗员, 也会默许让高管获得其他的隐性激励, 如此一来, 企业承担的冗员压力越大, 高管可获得的超额薪酬越多。

基于上述分析, 提出本文的研究假设:

假设1: 混合所有制企业的冗员负担会使高管获得超额薪酬。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以国有控股上市公司为研究对象, 样本区间为2010~2018年。为平衡样本数据, 剔除样本期内的金融类公司、被ST或*ST的公司、财务数据异常及数据缺失严重的公司, 最终得到7195个样本观测值。为避免异常值影响, 本文对所有连续变量均进行上下1%的winsorize处理。除特别说明之外, 本文的数据均来自国泰安CSMAR数据库。

(二) 计量模型设计与变量说明

为检验混合所有制企业的冗员负担与高管超额薪酬之间的关系, 本文构建以下计量模型进行实证分析:

$$overpay_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 burden_{i,t} + \eta Control_{i,t} + \sum year_t + \sum industry_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中, $overpay$ 表示高管超额薪酬。本文主要借鉴陈晓珊和刘洪铨(2019a)的做法, 构建模型(2)进行回归估计, 得到预期的高管正常薪酬水平($pay_expected$), 再利用模型(3)求取高管超额薪酬。

$$pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 size_{i,t} + \beta_2 roe_{i,t} + \beta_3 roe_{i,t-1} + \beta_4 IA_{i,t} + \beta_5 lev_{i,t} + \sum year_t + \sum industry_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$overpay_{i,t} = pay_{i,t} - pay_expected_{i,t} \quad (3)$$

式（2）和式（3）中，变量 pay 表示高管绝对薪酬，选择上市公司年报中披露的“薪酬最高前三名高管的薪酬总额”的自然对数衡量；变量 $size$ 、 roe 、 IA 、 lev 分别代表企业规模、企业业绩、无形资产比、财务杠杆；变量 $year$ 、 $industry$ 分别为年份和行业哑变量。

式（1）中， $burden$ 表示冗员负担。考虑到公司规模、资本密集度、成长性水平、行业特征等是公司决定雇佣员工规模的最基本决定因素，本文关于公司冗员负担的衡量主要借鉴张敏等（2013）、薛云奎和白云霞（2008）、曾庆生和陈信元（2006）等主流文献的研究方法，构建以下模型进行分行业分年度回归：

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 size_{i,t} + \alpha_2 capital_{i,t} + \alpha_3 growth_{i,t} + \sum industry_i + \sum year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

首先根据式（4）的估计得到各变量的预测系数，再代入式（4）算出公司正常的雇员规模 $\hat{Y}$ ，最后再计算得出公司的冗员负担： $burden = Y - \hat{Y}$ 。式（4）中，被解释变量 Y 衡量公司的雇员规模，其计算方法为：公司雇员人数/年末资产总额*1000000；变量 $size$ 代表公司规模，以年末资产总额取自然对数表示；变量 $capital$ 为资本密集度，以固定资产/总资产衡量；变量 $growth$ 为公司成长性，以公司的营业收入增长率表示。

式（1）中， $control$ 为一组控制变量。本文分别从公司特征和公司治理两个维度对可能影响高管超额薪酬的因素进行控制。其中，公司特征包括公司绩效、公司规模、公司资本密集度、公司价值、公司代理成本、公司财务杠杆；公司治理机制包括管理层激励、第一大股东持股比例、独立董事比例、董事会规模、监事会规模等。此外，本文还控制了行业和时间固定效应。综上，所有变量的定义和具体计算方法见表1。

表1 变量说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	高管超额薪酬	$overpay$	根据模型（2）和（3）估计所得
解释变量	冗员负担	$burden$	根据式（4）的估计系数再加以计算所得
控制变量	管理层激励	pav	公司薪酬最高前三名高管的薪酬之和取自然对数
	代理成本	$perks$	管理费用/营业收入
	第一大股东持股比例	$equity$	第一大股东持股数量/公司股本数量总和
	独立董事比例	$ratio$	独立董事数量/董事会总人数
	董事会规模	$director$	董事会人数
	监事会规模	$supervisor$	监事会人数
	公司规模	$size$	总资产取自然对数
	资本密集度	$capital$	固定资产/总资产
	公司价值	$tobinq$	公司托宾Q值
	公司绩效	roa	净利润/总资产
	财务杠杆	lev	总负债/总资产
	时间哑变量	$year$	对应某一年度时，取值1，否则取值0
	行业哑变量	$industry$	对应某一行业时，取值1，否则取值0

四、实证分析

（一）描述性统计与相关性分析

表2报告了所有变量的描述性统计信息。数据显示，通过模型（2）和（3）估计

出来的高管超额薪酬,其总体均值为-0.077,标准差为0.829,最小值为-2.475,最大值为1.750,说明2010~2018年间我国上市公司的高管同时存在实际薪酬低于或高于正常水平的现象。进一步对数据进行分析发现,上市公司高管获得超额薪酬与未获得超额薪酬的样本数据约各占50%。通过模型(4)估计出的冗员负担,其总体均值为6.229,标准差为0.856,最小值为4.644,最大值为11.040,说明样本期间内我国上市公司间的冗员负担差异较大。由于控制变量不是本文关注的重点,故此不对其数据特征进行详细分析。

表2 描述性统计信息

变量	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>overpay</i>	7195	-0.077	0.829	-2.475	1.750
<i>burden</i>	7195	6.229	0.856	4.644	11.040
<i>pay</i>	7195	14.070	0.718	12.000	15.960
<i>perks</i>	7195	0.105	0.125	0.008	1.000
<i>equity</i>	7195	39.440	15.310	9.087	76.000
<i>ratio</i>	7195	0.367	0.052	0.300	0.571
<i>director</i>	7195	9.422	1.883	5.000	15.000
<i>supervisor</i>	7195	4.204	1.266	3.000	7.000
<i>size</i>	7195	22.260	1.278	18.900	25.470
<i>capital</i>	7195	0.963	0.054	0.674	1.000
<i>tobinq</i>	7195	1.540	1.478	0.205	12.880
<i>roa</i>	7195	0.031	0.059	-0.248	0.230
<i>lev</i>	7195	0.482	0.208	0.007	0.998

表3报告了变量的Pearson相关性检验结果。可以看到,从整体上看本文计量模型中所有变量与被解释变量之间均存在显著的相关性。其中,冗员负担变量与高管超额薪酬之间呈现显著的正相关关系,相关系数为0.044,初步表明冗员负担会促进高管获得超额薪酬。此外,方差膨胀因子(VIF)检验结果显示(篇幅限制未列示),所有变量的VIF值均介于1.00~3.00之间,其中最小值为1.22,最大值仅为2.70,充分表明本文变量间不存在严重的多重共线性,可以进行多元回归分析。

表3 相关性检验结果

	<i>overpay</i>	<i>burden</i>	<i>pay</i>	<i>perks</i>	<i>equity</i>	<i>ratio</i>	<i>director</i>	<i>supervisor</i>	<i>size</i>	<i>capital</i>	<i>qa</i>	<i>roa</i>	<i>lev</i>
<i>overpay</i>	1												
<i>burden</i>	0.044*	1											
<i>pay</i>	0.539*	-0.043*	1										
<i>perks</i>	0.065*	0.033*	0.025	1									
<i>equity</i>	-0.163*	0.011	0.056*	-0.071*	1								
<i>ratio</i>	-0.032*	-0.008	0.048*	0.009	0.091*	1							
<i>director</i>	0.004	0.034*	0.098*	-0.085*	0.010	-0.266*	1						
<i>supervisor</i>	-0.072*	0.037*	0.016	-0.069*	0.020	-0.058*	0.297*	1					
<i>size</i>	-0.099*	-0.039*	0.440*	-0.167*	0.298*	0.151*	0.237*	0.189*	1				
<i>capital</i>	0.040*	-0.063*	0.142*	0.028	0.024	0.044*	-0.050*	-0.007	0.060*	1			
<i>tobinq</i>	0.109*	-0.002	-0.091*	0.183*	-0.079*	-0.034*	-0.106*	-0.094*	-0.462*	-0.073*	1		
<i>roa</i>	0.142*	0.013	0.311*	-0.042*	0.124*	-0.042*	0.047*	0.007	0.101*	-0.046*	0.173*	1	
<i>lev</i>	-0.048*	-0.051*	-0.081*	-0.205*	-0.035*	0.033*	0.069*	0.094*	0.281*	0.024	-0.381*	-0.354*	1

注:本表中的*表示在1%的统计水平上显著。

(二) 回归分析

通过Hausman检验,本文的计量模型适合固定效应估计。为对比考虑,表4同时报告了OLS估计、FE估计以及将解释变量和控制变量滞后一期处理的FE估计结果,

但主要结论仍以FE估计的结果为主。可以看到，三组回归的结果高度一致，冗员负担变量（*burden*）与高管超额薪酬（*overpay*）之间均呈现显著的正相关关系，并且回归系数均在5%的统计水平上显著，表明冗员负担会显著促进高管获得超额薪酬，验证了本文的研究假设。

从控制变量的回归结果看，高管薪酬激励、独立董事比例、公司财务杠杆等均与高管超额薪酬显著正相关。公司代理成本与高管超额薪酬未有明显的相关性。第一大股东持股比例越大，高管超额薪酬越低，充分肯定了大股东的治理作用。未有证据表明董事会与监事会会对高管超额薪酬发挥显著的治理作用。公司规模、公司资本密集度、公司成长性和公司绩效等越高，越有助于降低高管超额薪酬。

（三）稳健性检验

为了增强前文研究结果的说服力，本文进行如下稳健性检验：

1. 内生性问题。本文研究发现，冗员负担会正向提升高管超额薪酬，但是不可避免地需要考虑两者间可能存在的内生性问题。那些高管通过权力攫取私人利益的公司，其冗员负担本身就重，那么冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系就不完全代表冗员负担对高管超额薪酬的提升效应。通过Hausman检验和异方差稳健的DWH检验发现，本文的回归模型（1）中的冗员负担变量与被解释变量之间存在明显的内生性。对此，本文考虑采用工具变量法控制内生性。

具体而言，本文同时选择冗员负担的滞后一阶变量（*l.burden*）和其行业均值水平（*burden_ind*）作为冗员负担的工具变量，这两个变量都与冗员负担息息相关，

表 4 混合所有制企业的冗员负担与高管超额薪酬的关系检验结果

	(1)	(2)	(3)
	OLS估计	FE估计	FE估计（滞后一期）
<i>burden</i>	0.0040** (0.002)	0.0040** (0.002)	0.0653** (0.029)
<i>pay</i>	0.9554*** (0.004)	0.9554*** (0.004)	0.7691*** (0.031)
<i>perks</i>	0.0116 (0.011)	0.0116 (0.011)	0.1560 (0.154)
<i>equity</i>	-0.0003** (0.000)	-0.0003** (0.000)	-0.0048*** (0.001)
<i>ratio</i>	0.0559* (0.031)	0.0559* (0.031)	0.0939 (0.354)
<i>director</i>	0.0013 (0.001)	0.0013 (0.001)	0.0120 (0.012)
<i>supervisor</i>	0.0015 (0.001)	0.0015 (0.001)	-0.0194 (0.016)
<i>size</i>	-0.2023*** (0.002)	-0.2023*** (0.002)	-0.2234*** (0.026)
<i>capital</i>	-0.5981*** (0.028)	-0.5981*** (0.028)	-0.0541 (0.286)
<i>tobinq</i>	-0.0114*** (0.001)	-0.0114*** (0.001)	0.0269* (0.014)
<i>roa</i>	-0.9839*** (0.028)	-0.9839*** (0.028)	-0.2506 (0.306)
<i>lev</i>	0.1995*** (0.008)	0.1995*** (0.008)	0.4231*** (0.113)
<i>Constant</i>	-10.5420*** (0.070)	-8.5426*** (0.061)	-6.4290*** (0.681)
<i>year</i>	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制
Observations	7,195	7,194	5,690
R-squared	0.993	0.993	0.346

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著；小括号内为经过公司层面的cluster处理后的稳健标准误；以下表同。

但不会直接影响高管的超额薪酬水平。表5中列(1)报告了2SLS估计结果,可以看到,第一阶段回归中,两个工具变量均与冗员负担呈正相关关系,回归系数分别为0.8437、0.5015,并且都在1%的统计水平上高度显著;此外,工具变量均通过不可识别检验、弱识别检验和过度识别检验,满足工具变量的有效性。第二阶段回归中,冗员负担变量与高管超额薪酬之间呈显著的正相关关系,回归系数为0.0044,表明在控制内生性后,本文的研究结论依然成立。

2. 替换关键变量。首先,基于模型(2)和(3)对高管超额薪酬水平的估计,本文构建高管是否获得超额薪酬的虚拟变量(*overpay_dum*)为被解释变量,当高管超额薪酬水平(*overpay*)大于零时,哑变量*overpay_dum*取值1,相反地,当高管超额薪酬水平(*overpay*)小于零时,*overpay_dum*哑变量取值0,并采用Logit估计,具体估计结果如表5列(2)所示。可以看到,冗员负担变量与高管是否获得超额薪酬之间呈显著的正相关关系,表明冗员负担会增加高管获得超额薪酬的概率,佐证了本文的研究结论。其次,本文采用公司绝对雇员规模(*lnemp*)作为冗员负担的代理变量,并采用固定效应估计。表5中列(3)展示了具体的回归结果,可以看到,绝对雇员规模变量*lnemp*与高管超额薪酬之间存在显著的正相关关系,回归系数为0.0036,表明公司雇员规模越大,高管获得超额薪酬越多。

3. 严格界定研究样本。根据前文表2的描述性统计信息,本文研究样本中高管获得超额薪酬与未获得超额薪酬的数据各占50%。作为稳健性检验,本文对研究样本进行严格界定,删除高管未获得超额薪酬的数据,并重新进行固定效应回归,结果如表5列(4)所示。可以看到,在确保研究样本中高管获得超额薪酬的情况下,冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系并未发生实质性改变,充分验证了本文的研究结论。

表5 稳健性检验结果

	(1) 2SLS估计		(2) Logit估计	(3) FE估计	(4) FE估计
	第一阶段 <i>burden</i>	第二阶段 <i>overpay</i>	<i>overpay_dum</i>	<i>overpay</i>	<i>overpay</i>
IV: <i>l.burden</i>	0.8437*** (0.017)				
IV: <i>burden_ind</i>	0.5015*** (0.047)				
<i>burden</i>		0.0044** (0.002)	0.2143** (0.083)		0.0056** (0.002)
<i>lnemp</i>				0.0036** (0.002)	
<i>Constant</i>		-10.6511*** (0.077)	-35.0140*** (3.010)	-8.4897*** (0.062)	-8.0797*** (0.098)
不可识别检验	150.42*** (p=0.0000)				
弱识别检验	1752.84*** (p=0.0000)				
过度识别检验	4.5954 (p=0.3210)				
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	5,690	5,690	7,195	7,194	3,490
R-squared	0.993	0.993	0.402	0.993	0.981

五、进一步分析

前文的基础分析证实了混合所有制企业的冗员负担会使高管获得超额薪酬，随之而来的问题是，这一结论是否在所有的混合所有制企业中都存在。本部分进一步从企业生命周期、企业特征、管理层权力等角度探讨冗员负担与高管超额薪酬之间的关系，以夯实本文的研究结论。

（一）企业生命周期的影响

前文的研究主要从静态角度讨论冗员负担与高管超额薪酬之间的关系，但是企业在不同的生命阶段面临着不同的经营状态，这可能会影响两者间的关系。因此，本部分考虑从动态角度探讨冗员负担与高管超额薪酬之间的关系是否会随着企业生命周期的变化而变化。借鉴王旭和徐向艺（2015）、陈晓珊和刘洪铎（2019a）的研究，本文首先将营业收入为负值的企业认定为正处于衰退期的企业，将营业收入增长率大于0的前50%的企业认定为正处于成长期的企业，后50%的企业归为成熟期企业集合Ⅰ；其次，将留存收益资产比从高到低排序，将前5%分位上的样本归入成熟期企业集合Ⅱ，集合Ⅰ与集合Ⅱ的交集即为成熟期企业。将上述三组样本进行固定效应回归，结果如表6所示。可以看到，三组回归中冗员负担变量的回归系数均为正，但仅在成熟期企业中显著，充分表明冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系仅在成熟期企业中存在。

可能的原因在于：处于成长期的企业需要较多的投资资金，此时的企业承担冗员是一种明显的经营负担，高管需集中精力致力于企业的扩张经营，难以利用冗员负担获取其他利

表6 冗员负担与高管超额薪酬：企业生命周期的影响

	(1) 成长期	(2) 成熟期	(3) 衰退期
<i>burden</i>	0.0027 (0.002)	0.0063*** (0.002)	0.0030 (0.002)
<i>Constant</i>	-8.5733*** (0.070)	-8.5282*** (0.070)	-8.5757*** (0.072)
控制变量	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制
Observations	3,541	3,856	2,991
R-squared	0.993	0.992	0.993

益。对处于衰退期的企业而言，其承担冗员的压力相对较小。而处于成熟期的企业拥有较为稳定和丰富的现金流，整体经营效率和盈利能力较强，此时企业承担冗员更可能成为高管获得额外激励的一种手段。

（二）企业特征的影响

从产权性质的角度看，不同产权的企业有着明显的责任差异，譬如国有产权的企业面临着较高的政策性负担和预算软约束，企业同时追求政治和经济目标，而非国有产权的企业更多的是创造利润，单纯面临着经济压力。本文按绝对控股比例（50%）将全样本分为国有绝对控股和民营绝对控股，并对两组样本进行固定效应估计，结果如表7列（1）和（2）所示。可以看到，两组样本中冗员负担变量的回归系数均为

正,但仅在民营绝对控股的样本中才显著,表明冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系在民营绝对控股的企业中更明显。可能的原因在于:与国有绝对控股企业相比,民营绝对控股企业中非国有股权占绝对优势地位,使得企业事实上承担的冗员压力较小。与此同时,民营绝对控股企业的高管多经市场化选聘而来,薪酬也多为董事会与高管协商确定,不受政府薪酬管制政策的约束。换言之,民营绝对控股企业的高管具有较大的能动性。当企业中由于国有股权的存在而需要协助政府承担一定的冗员任务时,理性的高管必然会要求更高的薪酬回报,因为承担冗员必然会增大经营成本,加大高管的经营压力。当无法直接获得薪酬回报时,这些高管便会寻求替代的激励方式,包括在职消费、关联交易等。因此,在民营绝对控股企业中,冗员负担对高管超额薪酬的正向提升作用更加明显。

从行业属性的角度看,企业所处的行业会影响企业的社会贡献,也会影响企业所承担的社会责任。本文将全样本按行业性质划分为垄断行业和非垄断行业(篇幅限制,具体分类未列出),并将上述两组样本进行固定效应估计,结果如表7列(3)和(4)所示。可以看到,两组样本中冗员负担变量的回归系数均为正,但仅在垄断行业的样本中才显著,表明冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系在垄断行业的企业中更明显。可能的原因在于:对处于垄断性行业的企业而言,高管一般面临着较高的薪酬管制和更严峻的冗员负担。理性的高管在代替政府履行政治性职责的同时会有动机寻求替代性激励,以补偿自己积极应对企业的冗员负担。此时,政府为使高管配合长期承担冗员,会允许此类高管获得除正常薪酬外的替代性补偿,以弥补高管在薪酬方面的损失。

从产品市场竞争的角度看,企业所面临的市场竞争是一种重要的外部治理机制,高管面临不同的市场竞争压力可能会对其攫取私人利益的行为产生影响。对此,本文采用勒纳指数的相反数作为市场竞争的代理变量,并将其从低到高平均划分为6组,将最低的三组定义为低竞争组,将最高的三组定义为高竞争组,并对上述两组样本进行固定效应估计,具体估计结果如表7列(5)和(6)所示。可以看到,两组样本中冗员负担变量的回归系数均为正,但只在高竞争组中显著,表明混合所有制企业的冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系在面临较高市场竞争的企业中更明显。可能的原因在于:产品市场竞争的清算威胁假说认为,产品市场竞争越激烈,公司面临清算威胁的可能性越大,此时公司的管理层会有更加强烈的动机经营好公司,以降低破产风险。而对于承担冗员的公司而言,既要面临外部激烈的市场竞争,又要经营好公司的内部正常运转,这会极大增加管理层的工作强度。因此,作为理性的经济人,管理层会直接要求更高的薪酬补偿,或者寻求在职消费等替代性的激励方式。

(三) 管理层权力的影响

相关研究表明,管理层权力是高管获得超额薪酬的重要原因,为了验证管理层权力是否会影响冗员负担与高管超额薪酬之间的关系,本文首先将全样本按照董事长与总经理是否两职合一划分为两职分离和两职合一两个子样本,一般而言,两职分离时

表 7 冗员负担与高管超额薪酬：企业特征的影响

	国有股比例		行业属性		产品市场竞争	
	(1) 国有绝对控股	(2) 民营绝对控股	(3) 垄断行业	(4) 非垄断行业	(5) 低竞争	(6) 高竞争
<i>burden</i>	0.0006 (0.004)	0.0039** (0.002)	0.0042* (0.002)	0.0035 (0.003)	0.0035 (0.002)	0.0043* (0.002)
<i>Constant</i>	-8.5395*** (0.142)	-8.5298*** (0.061)	-8.4434*** (0.077)	-8.6341*** (0.089)	-8.4342*** (0.086)	-8.6729*** (0.074)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	1,677	5,512	3,409	3,781	3,581	3,581
R-squared	0.993	0.993	0.990	0.994	0.993	0.993

高管的权力相对较小。其次按照管理层是否持股（有持股取值1，否则取值0），独立董事比例是否低于当年样本均值（低于均值取值1，否则取值0）、第一大股东与第二至第十大股东的比值是否小于1（小于1取值1，否则取值0）构建管理层权力的积分变量，再将此积分变量按从低到高平均分为六组，将最低的三组定义为管理层权力低组，将最高的三组定义为管理层权力高组。最后对上述四组样本进行固定效应估计，

具体结果如表8所示。可以看到，四组样本中，冗员负担变量的回归系数均为正，但仅在两职分离和管理层权力低的企业中显著，表明混合所有制企业的冗员负担与高管超额薪酬之间的正相关关系在董事长与总经理两职分离和管理层权力较低的企业中更明显。

表 8 冗员负担与高管超额薪酬：管理层权力的影响

	董事长与总经理是否 两职合一		管理层权力	
	(1) 两职分离	(2) 两职合一	(3) 管理层 权力低	(4) 管理层 权力高
<i>burden</i>	0.0038** (0.002)	0.0066 (0.004)	0.0040* (0.002)	0.0026 (0.002)
<i>Constant</i>	-8.5392*** (0.066)	-8.5862*** (0.111)	-8.4808*** (0.089)	-8.5690*** (0.066)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	6,384	679	3,479	3,588
R-squared	0.993	0.995	0.992	0.994

可能的原因在于：两职分离弱化了管理层权力，并且加剧了董事会与管理层之间的信息不对称，此时公司的经营业绩便成为董事会设计管理层薪酬契约的重要基础。但是，在公司需要承担冗员的情况下，倘若董事会强化管理层薪酬与公司业绩的关联性，显然会受到管理层的抵制。因为管理层作为理性的经济人，冗员负担对公司经营业绩造成的负面影响很大程度上并非管理层的责任。因此，冗员负担会使得董事会反而降低管理层薪酬与公司经营业绩之间的敏感性，这样一来，便给管理层攫取超额薪酬提供了便利。当公司经营业绩下滑时，管理层更可能利用公司承担了冗员的政策性负担导致经营成本上升来作为业绩下滑的借口，将责任转嫁于政府，从而为其经营决策失误免责；而当公司经营业绩上升时，管理层更可能借着承担冗员的压力来夸大自身的经营能力和付出的努力程度，从而要求获得正常薪酬之外的补偿。总而言之，两职分离加剧了董事会与管理层之间的信息不对称程度，反而促使冗员负担成为管理层获得超额薪酬的手段和借口。

六、研究结论与启示

在政府不断推进国有企业混合所有制改革的背景下,本文以2010~2018年沪深两市A股国有控股上市公司为研究对象,实证研究了混合所有制企业的冗员负担对高管超额薪酬的影响。结果表明,冗员负担会显著促进高管获得超额薪酬,并且该结论在控制内生性和一系列稳健性检验下都成立。进一步分析发现,冗员负担对高管超额薪酬的促进效应在处于成熟期、民营绝对控股、垄断行业、面临激烈的市场竞争、董事长与总经理两职分离、管理层权力低等类型的企业中更明显。

本文的研究具有重要的理论意义和实践价值。从理论上,本文充分考虑了企业的产权性质问题对公司治理的影响。从产权的角度看,混合所有制企业需要代替政府承担社会就业的政策性目标。本文特此选择冗员负担这一研究视角,深入讨论当企业本身存在事实上的冗员压力时会如何影响作为经营决策者高管的行为,这有助于丰富相关领域的研究文献,拓展研究视野,同时也提供新的研究视角。从实践上看,本文的研究结论在一定程度上可以为混合所有制企业高管获得超额薪酬的事实提供来自企业产权层面的合理解释,同时也为企业部门进一步完善公司治理以及政府部门进一步完善监管制度提供经验证据。

具体启示在于:一是混合所有制企业要同时兼顾经济目标 and 政治目标,这要求高管要能够动态调整经营决策方向,同时要重视员工雇佣制度建设,设定适度冗员水平,避免冗员负担过重而影响企业利润目标的实现。二是国有企业要注重分类改革和治理,不同功能的企业要设定不同程度的冗员规模,重点解决特殊功能类和公益类企业的冗员问题,提升此类企业的经营效率。三是国有企业混合所有制改革过程中,应该科学估计和设定混改后的混合所有制企业内部合理的雇员数量,积极利用人才市场机制,并充分发挥市场的资源配置效用,引导市场这一“无形之手”真正参与到企业管理和治理中。四是政府在持续稳步推进国有企业混合所有制改革时要注重企业内部的产权制衡改革,同时减少政府干预,切实降低混合所有制企业的冗员负担,尤其是要降低处于成熟期、民营绝对控股、垄断行业、面临激烈市场竞争、董事长与总经理两职分离、管理层权力低等类型企业的冗员负担,从而约束高管获得超额薪酬的机会主义行为。

参考文献

- [1] 陈晓珊,刘洪铎.冗员负担与现金股利政策——来自混合所有制企业的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2019a(2):31-41.
- [2] 陈晓珊,刘洪铎.机构投资者持股、高管超额薪酬与公司治理[J].广东财经大学学报,2019b(2):46-59.
- [3] 林毅夫,刘明兴,章奇.政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究[J].管理世界,2004(8):81-89.
- [4] 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.
- [5] 沈永建,倪婷婷.政府干预、政策性负担与高管薪酬激励——基于中国国有上市公司的实证研究[J].上海财经大学学报,2014(6):62-70.
- [6] 薛云奎,白云霞.国家所有权、冗余雇员与公司业绩[J].管理世界,2008(10):96-105.
- [7] 杨德明,赵璨.超额雇员、媒体曝光率与公司价值——基于《劳动合同法》视角的研究[J].会计研究,

- 2016(4):49–54.
- [8] 叶建宏, 汪伟. 政策性负担、薪酬委员会独立性与经理人超额薪酬——来自后股改时期国有上市公司的证据[J]. 江西财经大学学报, 2015(4):31–41.
- [9] 郑志刚, 孙娟娟, Rui Oliver. 任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题[J]. 经济研究, 2012(12):111–124.
- [10] 张天琴. 市场化程度、冗余雇员与高管薪酬业绩敏感性[D]. 南京大学, 2011.
- [11] 赵雅娜, 敖小波. 国有企业政策性负担对企业财务行为的影响研究[J]. 经济问题, 2016(11):105–111.
- [12] 张敏, 王成方, 刘慧龙. 冗员负担与国有企业的高管激励[J]. 金融研究, 2013(5):140–151.
- [13] 曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 经济研究, 2006(5):74–86.
- [14] 张宏亮, 曹丽娟. 冗员约束影响了国有企业的投资行为吗? [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016(3):18–28.
- [15] Bai, C., J. Lu, Z.Tao, “The Multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China”, *American Economic Review*, 2006, 96(2):353–357.
- [16] Bebchuk, L. A., J. M. Fried, “Executive Compensation as an Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17:71–92.
- [17] Brick, I. E., O. Palmon, K. Wald, “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism”, *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 403–423.
- [18] Graham, R., S. Li, J. Qin, “Managerial Attributes and Executive Compensation”, *Review of Financial Studies*, 2012, 25(1):144–186.
- [19] Jensen, M., “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System”, *Journal of Finance*, 1993, 48: 831–880.
- [20] Kuhnen, C. M., A. Niessen, “Public Opinion and Executive Compensation”, *Management Science*, 2012, 58(7):1249–1272.
- [21] Malatesta, P. H., K. L. Dewenter, “State-owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity”, *American Economic Review*, 2001, 91(1):320–334.
- [22] Pandher, G., R. Currie, “CEO Compensation: A Resource Advantage and Stakeholder-bargaining Perspective”, *Strategic Management Journal*, 2013, 34(1):22–41.
- [23] Shleifer, A., W. R. Vishny, “Politicians and Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4):995–1025.

【作者简介】陈晓珊：广东财经大学会计学院副教授，经济学博士。研究方向：公司治理。

Redundancy Burden and Executives' Overpayment: Facilitating or Inhibiting?

CHEN Xiao-shan

(School of Accounting, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320, China)

Abstract: This paper employs Chinese A-share state-owned listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2010 to 2018 as a research sample and empirically studies the relationship between redundancy burden and executives' overpayment. The results show that redundancy burden can significantly promote executives' overpayment. Further analysis found that the promotion effect of redundancy burden on executives' overpayment is more obvious in types of firms that stay in the mature stage, absolute holding of private property, monopoly industry, fierce market competition, separation of chairman and general manager, and low management power. Conclusions of this paper supplement the research literature on the redundancy burden and executives' overpayment, and provide a reasonable explanation for the aspect of corporate property right for executives' overpayment of mixed ownership firms, as well as offer some certain enlightenment significance for firms to further improve their corporate governance.

Keywords: redundancy burden; executives' overpayment; mixed ownership firms

(责任编辑：吴素梅)