

风险投资、创始人与高管薪酬^①

——多边代理视角

陈 闯¹, 张 岩², 吴晓晖^{1*}

(1. 厦门大学管理学院, 厦门 361005; 2. 江西财经大学会计学院, 南昌 330013)

摘要: 风险投资与创始人是新上市企业股东中对公司治理制度形成具有重要影响的两类股东。对于管理层薪酬制度的形成, 这两类股东具有较强的治理动机与能力, 同时存在不同的治理诉求。用多边代理理论视角, 将这两类对新上市企业管理层薪酬制度具有不同利益导向的角色整合在同一框架之中, 分析他们对于新上市企业薪酬制度的影响。分析与实证表明, 风险投资的存在, 会提高新上市企业管理层的整体薪酬水平, 扩大管理层内部薪酬差距, 并且提高管理层的薪酬敏感系数。与此相反, 创始人的存在则会导致管理层薪酬偏低, 并且抑制风险投资对管理层内部薪酬差距与薪酬敏感系数的影响。

关键词: 多边代理理论; 风险投资; 创始人; 管理层薪酬; 新上市公司

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2017)06-0078-11

0 引 言

上市是企业公司治理制度形成过程的里程碑事件。上市之后, 参与公司治理的投资者变得更加多元。这种治理主体的多元化导致新上市公司存在众多不同利益诉求的股东^[1]。他们对于诸多公司治理议题都有不同声音。例如, Connolly 等^[2]发现长期投资人与短期投资人对于战略行为具有不同的偏好; Arthurs 等^[1]发现风险投资与管理层对于 IPO 定价存在不同倾向; Hoskisson 等^[3]发现公众养老基金与职业投资基金对创新决策有不同的动机。这些偏好不同的投资者试图通过影响相关制度的形成, 保护自身利益^[3]。

聚焦于单一委托人与代理人之间冲突的传统代理理论缺乏对于这种复杂的治理情境相应的解释力^[4]。该理论将股东与管理层之间的关系简化为信息不对称并且存在利益与风险偏好差异的博弈双方^[5]。一些学者认为这种简化忽视实际治理情境的复杂性, 过度简化委托人与代理人之间的

关系, 从而削弱了代理理论的解释力^[6]。多边代理理论是在传统代理理论基础上发展出来的处理更复杂治理情境的博弈框架^[1]。该理论强调应该将具有不同利益的委托人置于同一个博弈框架中进行分析, 分析焦点从委托人与代理人的冲突转移为委托人之间, 或者多位委托人与代理人之间的冲突。多边代理理论将传统代理理论中一对一的关系转化为多对多的关系^[5]。在复杂的治理情境下, 利用多边代理理论可能会对现实有更强的解释力^[1]。目前, 管理学者正借助多边代理理论, 对创新、IPO 定价、战略行为等现象进行重新审视, 力图细化或修正传统代理理论的研究结论。

新上市企业中的创始人、风险投资以及管理层构成了典型的多边代理情境。从治理动机与治理能力两个角度来看, 风险投资与创始人是新上市企业中对公司治理结构与行为具有重要影响的两类股东。在企业完成上市之后, 风险投资和创始人通常都仍然拥有大量企业股权。相对于其他机构股东, 这两类股东具有丰富的治理信息与治理

① 收稿日期: 2016-11-21; 修订日期: 2017-02-12。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71172056; 71102056)。

通信作者: 吴晓晖(1971—), 男, 福建漳州人, 博士, 教授。Email: wuxiaohui@xmu.edu.cn

经验。因此,这两类股东在企业上市之后,仍然是公司治理的积极参与者。这两类股东与管理层之间分别构成两类不同的委托代理关系。风险投资被认为是典型的积极机构投资者,与管理层之间组成传统的委托代理关系;创始人则被认为是具有典型管家特征的委托人。在一定的情境下,他们可以为了企业利益放弃个人利益。创始人和管理层之间构建具有合作特征的代理关系。所以,风险投资—创始人—管理层构成了典型的多边代理关系。这种关系如何影响新上市企业公司治理制度的形成是本文研究的焦点。

本文利用管理层薪酬制度的相关决策作为检验这种多边代理关系对新上市企业公司治理制度影响的情境。管理层的薪酬制度,包括总体薪酬水平、内部薪酬差距,以及薪酬与绩效之间的关系是新上市企业面临的重要治理决策之一,也是外界衡量上市公司治理水平的重要指标。所以,Allcock 和 Filatotchev^[7]认为新上市公司的薪酬制度是检验多边代理理论的最佳实验室。利用这一情境,将创始人和风险投资这两类委托人整合在同一个委托代理框架之中,分析两种不同代理关系如何共同决定了新上市企业管理层的薪酬制度。

相比之前的文献,本文试图在3个方面作出贡献。首先,加深了对新上市企业管理层薪酬制度形成过程的理解。现有关于上市公司薪酬制度的研究成果主要是利用传统代理理论,并且大多集中于成熟企业的研究,对于新上市公司薪酬制度研究过少^[7]。本文研究显示,由于创始人和风险投资的存在,新上市企业的薪酬制度存在不同于以往文献揭示的形成机制。其次,将创始人与风险投资置于同一框架进行分析是对整合管家理论与代理理论的尝试。一般认为管家理论与代理理论是两支完全对立的理论^[8]。本文的研究表明,在同一情境下,不同类型的投资人可能表现出不同的代理人特征。最后,从理论发展的角度,拓展了多边代理理论的研究情境。之前有关多边代理理论的研究情境主要集中在创新、IPO定价、战略行为等方面。本文将多边代理理论用于管理者薪酬这个传统代理理论所关注的情境。

1 理论分析与假设

首先分别从治理动机与治理能力两个方面对

风险投资与创始人特征进行分析,然后分析这些独特的治理特征对于上市公司管理层薪酬制度的影响,并在此基础上形成本文的假设。

1.1 风险投资与积极治理

在IPO之前,风险投资是被投资企业公司治理的少数参与者之一。由于新创企业具有极大的不确定性,因此风险投资机构发展出精细的合约对创始人团队进行监督与激励^[9],并对其提供广泛的增值服务^[10]。在监督与提供服务的过程中,风险投资获得大量被投资企业的私有信息,这使得风险投资有能力采取更为积极的治理方式。在被投资企业成为上市企业之后,风险投资通常仍然持有相当数量的股权^[11],因此仍有足够动机参与公司治理,对上市企业的治理行为产生影响^[12]。

风险投资是有时间限定的封闭式基金^[13]。通过退出获得投资收益是风险投资的主要特征之一^[11]。在众多的退出渠道中,上市无疑是风险投资退出的最常用渠道之一^[14]。通过快速推动被投资企业上市,风险投资能够利用退出获得收益。虽然风险投资在锁定期到达之后存在充分的退出动机,但是并不会立即大量抛售股权^[15],而会根据多种因素选择具体出售时机^[16]。很多学者认为出售时机的选择会影响上市之后风险投资的治理行为,例如,公司的盈余管理^[17-18],以及董事会下委员会的独立性^[17]。声誉是另一个影响风险投资在企业上市之后治理行为的因素。良好的声誉会影响他们新一轮基金的募集效果以及潜在被投资企业对他们的接受度。不仅如此,Masulis 和 Nahata^[19]发现声誉好的风险投资能够更容易退出,其投资企业上市的速度更快,退出的价格更高^[14]。因此,建立声誉是风险投资在参与公司治理决策时需要考虑的重要动机^[18]。一些经验研究证实了这种有良好声誉的风险投资在公司治理行为上的差异。例如,Krishnan 等^[20]发现声誉会影响上市之后风险投资在董事会的席位和退出时间。

1.2 创始人在公司治理中的角色

创始人是种社会角色与身份。这种角色可以存在于高管层、董事会甚至其他任何重要职位^[21]。近年来,创始人被认为对公司治理以及企业绩效有着重要影响^[22]。很多学者认为管家理论

更适合解释与预测创始人在公司治理方面的动机与行为^[23]。管家理论认为,创始人在参与公司的创建中投入大量时间和精力^[21],对企业有很深的依恋和更高的组织承诺,因此创始人在自己创建的企业里工作有更高的心理收入以及更多的非物质利益。综合现有文献的研究,创始人的三个特征对企业上市后的治理行为存在影响。

首先,创始人一般在上市之后,仍然持有大量企业股权^[24],并且持有股权的预期时间相对较长,一部分创始人甚至倾向把股权转让给下一代。这种长期持股的特征会让创始人具备从更长远角度来进行重要决策的倾向。其次,创始人与企业之间存在一般投资人与管理者所缺乏的情感纽带,这种情感纽带构成所谓的心理所有权^[23]。这会导致他们在某种情境下为了企业的利益而放弃个人的收益。例如,有研究证明创始人如果在企业内部任职,相比其他管理者会愿意接受相对低的报酬^[23]。最后,创始人拥有丰富的企业专有信息与知识^[25]。创始人既是股东,也是主要的经营与管理者,能够及时了解企业的经营决策信息,并充分获取有关管理者能力与努力程度的信息。

1.3 风险投资、创始人与管理层薪酬制度

在传统代理理论的框架下,管理层薪酬水平被认为是管理层与股东博弈的结果。管理层倾向利用信息不对称与权力为自己制定过高薪酬。风险投资或者创始人的存在,会部分矫正这种监督缺失导致的治理失灵。风险投资相比其他机构投资者与小股东具有更充分的信息、动机与经验监督管理层。创始人同样具有信息优势与动机来监督管理层。这种情境下,薪酬水平的博弈双方将会从代理人与委托人之间转移到委托人之间。

风险投资这种持股相对较短的股东有推高管理层薪酬的倾向。作为阶段性的投资者,风险投资希望在退出期间,公司的价值能够得到提升。Hayes 和 Schaefer^[26]认为这种股东的存在,会诱发所谓的乌比冈湖效应(Lake Wobegon effect),即希望短期提升公司价值的股东倾向通过提高管理层的薪酬,向市场传递公司竞争力的信号。风险投资的持股特征符合乌比冈湖效应的基本假设。在这种假设前提下,患有投资近视症的风险投资倾向利用管理层的薪酬来提高公司价值。

风险投资对自身声誉的关注也导致他们具有

推高管理层薪酬的倾向。风险投资会积极为被投资企业提供广泛的增值服务,其中之一就是帮助被投资企业获得管理人才。风险投资希望在经理人市场建立声誉,以保持人才获取能力,这使得他们愿意为上市后的管理层提供更高薪酬。

创始人则并不符合乌比冈湖效应的基本假设,他更倾向于作为长期持有者的角色出现在公司治理之中。同时,创始人与公司之间存在非经济联系的情感因素^[27],进一步强化了创始人的长期决策导向。这种导向使得创始人不会为了企业短期价值而提高管理层的薪酬水平。相反,更加关注薪酬的刚性特征。薪酬刚性特征是指管理层的薪酬水平具有一定程度的不可逆性。如果在上市之初便确定较高的薪酬水平,会设立一个过高的参考标准,从而导致公司在未来将承担更高的薪酬成本。所以,从长远的角度来看,创始人不希望在上市初期为管理层制定过高的薪酬。

创始人自我降低薪酬的倾向与薪酬制度内部一致性是使管理层薪酬水平偏低的另外一个原因。创始人在非经济方面获得的报酬,降低了他们对经济利益的诉求^[8],从而可以接受更低的现金报酬^[23]。同时,稳定的薪酬制度要求管理层内部成员之间遵循某种一致性的原则。因此,当公司存在创始人,并且创始人主动接受较低薪酬时,也会导致整个管理层的薪酬水平偏低。

创始人对管理层私有信息的掌握也可能会导致管理层整体薪酬水平偏低。创始人与管理层共同的工作经历会让他们更加了解管理层的能力与努力程度,这种信息方面的优势可以部分消除由于信息不对称带来的薪酬水平过高。综合上面的分析,本文得出以下两个假设:

假设 1a 在同等条件下,风险投资的存在会提高管理层的薪酬水平。

假设 1b 在同等条件下,创始人的存在会降低管理层的薪酬水平。

薪酬差距,尤其是 CEO 与其它高管之间的薪酬差距是衡量公司治理水平的重要参数。Bebchuk 等^[28]认为 CEO 与其他高管人员之间的薪酬差距会影响上市公司的价值以及并购等战略行为。现有的公司治理文献主要依靠竞赛理论^[40]与权力理论来解释 CEO 与其他管理者之间的薪酬差距。竞赛理论从激励的角度出发,认为适当的薪酬差

距可以使晋升对下级管理者具有更好的吸引力。权力理论则认为 CEO 与其他高管人员之间日益增加的薪酬差距是 CEO 对权力的滥用。

在新上市企业中, 风险投资和创始人都有足够的动力和能力监督包括 CEO 在内的管理层, 这降低了 CEO 利用权力为自己制定相对其他管理者过高薪酬的可能性。即使是在创始人出任 CEO 的情况下, 因其有着组织利益超过个人利益的特质, 也会使其不会扩大薪酬差距。

但是从激励的角度来看, 风险投资与创始人对于管理层内部薪酬差距存在不同影响。风险投资希望能够在持股期间调动整个管理团队的积极性, 以确保投资价值的实现。因此, 风险投资倾向于扩大团队之间的薪酬差距, 构建能够激励整个团队的薪酬方案。创始人更倾向于用非正式的身份、方式与制度来协调组织活动^[23], 激励管理人员。例如, 他们会强调高管成员对组织的承诺, 鼓励团队成员与组织之间建立心理契约, 提倡其他管理者能够效仿创始人的奉献精神。他们强调这种管家行为, 会降低管理层之间的薪酬差距。另外, 创始人不希望增加薪酬差距造成不公平感, 破坏团队内部之间的信任。综上所述, 本文得出以下假设:

假设 2a 在同等条件下, 风险投资的存在会扩大管理层内部薪酬差距。

假设 2b 在同等条件下, 创始人的存在会缩小管理层内部薪酬差距。

薪酬制度的第三个重要特征是薪酬与业绩之间的关系。有些企业管理层的薪酬与业绩之间存在非常紧密的联系, 有些企业则与之相反。传统代理理论认为, 信息的不对称影响了股东对管理者能力与努力程度的判断, 因此采取薪酬与业绩挂钩的方式能够更好地激励管理者。薪酬与业绩的关联性成为公司治理是否优良重要指标。风险投资是积极治理的参与者, 他们希望能够通过将管理层的薪酬与绩效结合起来, 提高管理层的积极性。但是对于创始人而言, 这一决策相对复杂。创始人凭借信息上的优势, 可以更好评价管理者的真实贡献。他们可以鉴别哪些业绩是基于管理者的努力, 哪些业绩是由于行业环境的改变。因此, 创始人不仅可以根据结果评价管理者, 同时也可以根据过程评估业绩。除了信息拥有程度的原因,

创始人所具有的管家行为特征也会降低他们用激励合同来减轻非创始管理者机会主义的可能性。例如, Cruz 等^[29]发现在 CEO 与其他团队成员之间存在较高信任度时会降低变动薪酬的比例。创始人更倾向于在团队中构建信任的氛围, 希望能够从更长远的表现, 而不是根据短期绩效来评价管理层表现。因此, 本文认为:

假设 3 相对于创始人, 风险投资的存在会导致管理层的薪酬绩效敏感系数更高。

当一家新上市的企业同时存在创始人与风险投资机构时, 双方都有足够的能力与意愿参与公司治理方面的决策。双方在有些议题上存在合作的可能性, 例如, 降低管理层的道德风险与信息不对称。但是在另外一些议题上, 双方则存在冲突。这种冲突在风险投资寻求退出时表现得尤为明显^[30]。周嘉南等^[31]认为创始人与风险投资在组织制度与利益方面都会存在冲突。这种冲突使得双方会就某项议题展开博弈, 最终的公司制度是博弈均衡的结果。管理层薪酬的决策是公司治理中非常重要的议题。风险投资与创始人在这一议题上存在明显的分歧。具有管家特征的创始人倾向于降低管理层整体薪酬水平、缩小内部的薪酬差距、同时希望能够保持团队之间的合作文化; 而具有近视投资人特征的风险投资则倾向于提高管理层的薪酬水平、扩大内部的薪酬差距, 增强团队之间的竞争。他们会因为各自的利益动机不同, 对管理层的薪酬制度进行博弈。管理层的薪酬制度则是他们博弈均衡的结果。因此本文认为:

假设 4 在风险投资与创始人同时存在的企业, 双方对管理层薪酬制度各项议题的影响会相互制约。

2 研究设计与数据

为了检验提出的假设, 构建包括 2004 年至 2010 年期间在中小板与创业板的所有上市公司的数据库。数据库的数据主要来自 CSMAR 数据库与手工收集。CSMAR 数据库提供了管理者薪酬、公司基本情况、主要公司治理数据以及财务数据。手工数据用于确认创始人身份, 风险投资机构的确认以及风险投资进入与退出时间的确认。手工收集数据的信息来源主要包括企业的招股说明

书、上市公司的网站,风险投资公司的网站以及相关的报道。在排除金融类企业,ST企业以及部分数据缺失过多的企业之后,数据库共包括260家上市企业,898个公司年的观测值。

2.1 因变量

因变量主要围绕着薪酬制度的特征进行构建,包括高层管理者的薪酬水平,高层管理者内部薪酬差距,以及薪酬的敏感系数。这3个变量都涉及到薪酬的测量。主要利用以现金薪酬作为分析对象,并不包括股权为基础的激励。这么做主要是由于以下两个原因:首先,对于新上市企业而言,管理者的现金薪酬是研究管理层报酬更为合适的变量^[23]。新上市的企业,董事会会更频繁地关注现金薪酬的议题,而相对较少进行管理层的股权激励^[32];其次,就中国的中小板与创业板而言,在上市之后,管理者的薪酬主要来源于包括工作、奖金在内的现金薪酬,而股权激励的计划并不很普遍。Chizema等^[33]分析中国上市企业管理层薪酬的文章中,测量也主要采取现金薪酬。

在现金激励的基础上,构建两个主要的被解释变量。管理层总薪酬与管理层内部薪酬差距。具体而言,将管理层团队薪酬的对数作为衡量管理层总体薪酬水平的变量,用CEO与团队平均薪酬的差距衡量内部薪酬差距。在稳健性检验阶段,也利用前三名的薪酬总额来替代团队薪酬。

2.2 自变量

构建两个哑变量来分别度量风险投资与创始人。具体而言,如果上市公司10大股东存在风险投资公司则取值1。由于CSMAR数据库没有直接提供有关风险投资的信息,所以利用手工收集数据来确认目标企业在上市之后的每个年份是否存在风险投资。首先通过CSMAR数据库,获得公司的前10大股东,然后对其中的机构股东进行身份确认。确认的方式主要是通过查询该机构的经营范围与投资历史。只有机构被确认为是专业开展创业企业投资的机构才被确认为风险投资。排除那些冠以“投资公司”名称,但是确认为是职工持股,或者是同时从事实业经营的企业。在稳健性检验部分,利用风险投资是否在董事会拥有席位来替代是否在10大股东之列作为哑变量。

由于创始人更多是种角色,而不是岗位或者法律的规定^[21]。所以,在董事会成员、管理层以及

监事会范围内确认创始人身份。如果在这3个群体里存在创始人,则哑变量赋值为1。如果满足以下两个条件之一,便确认为创始人:1)招股说明书明确确认为公司创始人;2)招股说明书没有明确区分创始人与非创始人,但是如果在企业成立之初同时符合两个条件也确认为创始人,一是企业成立之初拥有公司的股份,二是成立之初便企业管理层担任职务。

2.3 控制变量

管理层薪酬制度会受到企业特征与公司治理水平的影响,所以本文的控制变量包括企业特征与公司治理两大类。企业特征的控制变量包括企业规模、年龄、企业多元化程度、风险程度、以及经营绩效。企业规模用收入的对数来测量;用观测的年份减去公司成立的年份作为公司年龄;公司的业绩用上一期的资产收益率进行测量;公司的多元化程度用Herfindahl-Hirschman index(HHI)指数计算而得;企业的风险由资产负债率测量。

公司治理的变量包括:董事会的规模与职能、董事会的独立性、董事会的结构。董事会规模用董事会成员的数量来衡量,董事会职能用专业委员会的数量测量;董事会的独立性用两个变量来测量,一个是独立董事的比例,另外一个是在董事会的比例;董事会结构用董事长是否兼任总经理测量,如果总经理兼任董事长赋值为1。除此之外,对行业以及时间进行了控制。

3 实证结果与分析

10大股东之中含有风险投资的观测数占到全体观测数的35.7%。每家公司10大股东之中最多含有一家风险投资。CEO的平均任职年限为1.27年。总资产利润率的平均值为6%,最大值为38.9%,最小值为-29%。公司平均年龄为7年。独立董事比例的平均值为36.8%,最大值为66%,最小值为法定的33%。董事长和CEO二职合一的观测数占到全部观测数的71%。董事会人数的平均值为8.96,董事会中的高管人数均值为0.25。委员会的平均数为3.65。CEO的平均年薪为362 572.4元,最大值为276 1700元。高管团队总薪酬的均值为2 266 937元,高管中前3名总薪酬的均值为905 625.5元。

表 1 主要变量表

Table 1 Sample descriptive statistics for main variables

变量	变量符号	平均值	方差	最大值	最小值
是否有风险投资存在	<i>vc</i>	0.357	0.479	1	0
是否有创始人存在	<i>founder</i>	0.269	0.443	1	0
CEO 任期	<i>tenure</i>	1.278	1.232	5	0
上一期资产收益率	<i>roa</i>	0.061	0.057	0.390	-0.291
企业年龄	<i>age</i>	7.008	3.136	20	1
多元化程度	<i>divrsfcn</i>	0.101	0.233	1.05	0
独立董事比例	<i>idp</i>	0.361	0.044	0.667	0.3333
销售收入/百万元	<i>revt</i>	1 280	3 740	5 830	62.3
负债率	<i>leverage</i>	0.392	0.171	0.888	0.0178
两职合一	<i>chairmceo</i>	0.713	0.453	1	0
管理层比例	<i>manapercent</i>	0.25	0.143	1	0
董事会规模	<i>boardsize</i>	8.968	1.572	15	3
专业委员会数量	<i>committee</i>	3.655	0.873	5	0
CEO 薪酬/元	<i>ceosalary</i>	362 572	338 499.6	2 761 700	14 300
高管团队薪酬总额/元	<i>teamsalary</i>	2 266 937	1 617 766	13 300 000	274 600
前 3 名高管薪酬总额/元	<i>top3mgr</i>	905 626	724 570.8	4 734 300	60 000

如表 2 所示,模型 1 是基础模型,显示所有控制变量对于整体薪酬水平的影响。模型 2 在模型 1 的基础上加入了创始人与风险投资的主变量,用于检验假设 1,模型 3 在模型 2 的基础

上加入了风险投资与上一期资产收益率,以及创始人与上一期资产收益率的交乘项,用于检验假设 3。模型 4 的被解释变量是薪酬差距,用于检验假设 2。

表 2 直接效应模型

Table 2 Direct effect models

变量	模型			
	1	2	3	4
	<i>logteamsalary</i>	<i>logteamsalary</i>	<i>logteamsalary</i>	<i>ceo_team</i>
<i>tenure</i>	0.037 4*	0.035 2*	0.036 0*	0.009 04***
<i>roa</i>	2.360***	2.609***	2.120***	-0.017 1
<i>age</i>	0.004 45	0.004 15	0.003 68	0.000 903
<i>divrsfcn</i>	0.123	0.094 8	0.089 2	-0.014 0
<i>idp</i>	2.060***	1.896***	1.889***	0.060 9
<i>logrevt</i>	0.275***	0.284***	0.284***	-0.005 63
<i>leverage</i>	-0.618***	-0.610***	-0.620***	-0.063 8**
<i>chairmanceo</i>	0.009 18	0.042 3	0.039 4	-0.027 7***
<i>manapercent</i>	0.082 4	0.169	0.164	-0.001 04
<i>boardsize</i>	0.041 2**	0.030 9*	0.029 6*	-0.000 465
<i>committee</i>	0.080 7**	0.085 6**	0.086 6***	0.001 15
<i>founder</i>		-0.136**	-0.228**	0.008 71
<i>vc</i>		0.139***	0.142***	0.017 9***
<i>roa × vc</i>			2.204**	
<i>roa × founder</i>			1.254	
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.466	0.481	0.482	0.179

注: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

模型 1 显示了所有控制变量对于管理层整体薪酬水平的影响。CEO 任期、上一期的经营业绩、企业规模、独立董事比例、董事会规模、专业委员会的数量都正向影响管理层的薪酬水平。资产负债率则显著降低管理层的薪酬水平。模型 2 显示，创始人的存在显著降低管理层薪酬水平，而风险投资则显著提高管理层薪酬水平。假设 1a 和假设 1b 都得到验证。模型 4 显示，风险投资的存在显著增加薪酬差距，但是创始人对薪酬差距的影响不显著。所以假设 2a 得到支持，假设 2b 没有通过检验。模型 3 显示，风险投资与上一期资产收益率的交乘项显著为正。说明风险投资的存在，提高了业绩对薪酬的影响系数。创始人与上一期资产收益率的交乘项不显著，但是可以发现，该系数小于风险投资的交乘项。

为了检验风险投资与创始人之间的交互作用，依据公司高管团队中是否有创始人将全样本分成两组。模型 5、模型 6 和模型 7 呈现在高管团队中存在创始人的条件下，风险投资对于薪酬制度的影响。模型 8、模型 9 和模型 10 呈现高管团队中不存在创始人的条件下，风险投资对于薪酬制度的影响。对比模型 5 与模型 8 可以发现，在没有创始人的一组，风险投资对于管理层薪酬水平的影响与本文的假设 1a 一致。风险投资的存在显著提高了管理层的薪酬水平。而模型 5 显示，如果

在创始人存在的情况下，风险投资的这种影响将会消失。认为创始人的存在抑制了风险投资提升管理层薪酬的影响。这个结论与本文对创始人在薪酬水平上的影响预测一致。

模型 6 和模型 9 对比了创始人是否留任企业的两种情况下，风险投资对于高管内部薪酬差距的影响。根据理论分析，风险投资倾向于提高管理层内部薪酬差距，而创始人更倾向于降低管理层内部薪酬差距。模型 6 和模型 9 显示，无论创始人是否存在，风险投资的出现都会导致管理层内部薪酬差距显著扩大。但是对比模型 6 和模型 9 的系数可以发现，创始人存在组与对照组相比，风险投资对管理层薪酬差距的影响，从 0.05 降至了 0.038 4。系数的降低从一定程度上体现了创始人对于风险投资的抑制作用。

模型 7 和模型 10 检验了风险投资在创始人是否存在的条件下对于薪酬敏感系数的影响。模型 10 显示，在不存在创始人的检验组，风险投资的影响与理论分析以及全样本组一致，提高薪酬的敏感系数。而这种显著性在模型 7 中消失。这一结果也再次显示了创始人对于风险投资的抑制作用。

总体而言，风险投资对于薪酬制度影响的假设都得到检验。创始人对于薪酬制度影响的检验中，对薪酬水平的直接效应得到验证，但是薪酬差距的直接效应并不显著。在随后对风险投资与创

表 3 交叉效应检验模型
Table 3 Interacted effect models

变量	创始人			非创始人		
	模型					
	5 <i>logteamsalary</i>	6 <i>ceo_team</i>	7 <i>logteamsalary</i>	8 <i>logteamsalary</i>	9 <i>ceo_team</i>	10 <i>logteamsalary</i>
<i>tenure</i>	0.062 5*	0.00 81*	0.065 3*	0.069 6***	0.009 01**	0.068 8***
<i>roa</i>	1.967 **	-0.021 3	1.760 **	2.041 ***	-0.040 6	1.274*
<i>age</i>	0.022 8	-0.003 92	0.022 7	-0.017 5*	-0.000 548	-0.018 2*
<i>divrsfcn</i>	-0.559 **	0.039 4	-0.533 **	0.167*	-0.027 5*	0.182*
<i>idp</i>	4.551 ***	0.036 1	4.728 ***	-0.691	0.114	-0.607
<i>logreivt</i>	0.418 ***	0.015 6	0.410 ***	0.274 ***	-0.002 99	0.274 ***
<i>leverage</i>	-0.784 **	-0.033 2	-0.782 **	-0.566 ***	-0.081 3**	-0.563 ***
<i>chairmanceo</i>	0.146	0.028 2	0.158	-0.004 70	-0.050 6***	-0.004 54
<i>manapercent</i>	-0.879 **	0.031 2	-0.852 **	0.381 **	0.016 7	0.374 **
<i>boardsize</i>	-0.039 4	-0.013 0**	-0.038 1	0.029 6*	0.007 45**	0.031 1*
<i>commitee</i>	-0.015 4	-0.011 1	-0.010 7	0.135 ***	-0.004 57	0.132 ***
<i>vc</i>	-0.008 76	0.038 4**	-0.127	0.158 ***	0.050 0***	0.030 1
<i>roa* vc</i>			1.661			2.189 **
<i>Industry</i>	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
调整 R ²	0.710	0.482	0.709	0.570	0.231	0.575

注：* $p < 0.10$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

始人的交叉分析发现,包括薪酬水平、薪酬内部差距以及敏感系数在内的3项薪酬制度,风险投资的直接效应都受到创始人明显的抑制作用。即使在直接效应没有得到支持的薪酬内部差距方面,创始人的调节作用也非常明显。这一结果说明,在管理层内部薪酬差距的决策过程中,创始人

并没有像理论预测的那样发挥直接效应,而是扮演抑制风险投资的调节作用。

将前三名高管总薪酬替代团队平均薪酬,将风险投资哑变量定义为董事会中有VC则值为1,否则为0,进行稳健性检验,检验结果和之前基本相同。表4显示了稳健性检验的结果。

表4 稳健性检验

Table 4 Robustness of results

变量	创始人			非创始人		
	<i>logteamsalary</i>	<i>ceo_team</i>	<i>logteamsalary</i>	<i>logteamsalary</i>	<i>ceo_team</i>	<i>logteamsalary</i>
<i>tenure</i>	0.058 9*	0.007 36*	0.068 7*	0.070 5***	0.008 91**	0.068 9***
<i>lroa</i>	1.966 **	-0.010 5	1.573 **	2.006 ***	-0.040 3	1.275 *
<i>age</i>	0.025 9	-0.002 07	0.025 9	-0.017 3*	0.001 23	-0.018 2*
<i>divrsfcn</i>	-0.557 **	-0.034 5	-0.481 **	0.171 *	-0.016 7	0.183 *
<i>idp</i>	4.487 ***	0.082 9	4.739 ***	-0.649	0.083 7	-0.590
<i>logrevt</i>	0.400 ***	0.011 3	0.384 ***	0.280 ***	-0.003 34	0.276 ***
<i>leverage</i>	-0.700 **	-0.029 7	-0.646 **	-0.660 ***	-0.088 4 ***	-0.585 ***
<i>chairmanceo</i>	0.108	0.024 1	0.122	0.024 6	-0.045 7 ***	0.002 28
<i>manapercent</i>	-0.984 ***	0.018 3	-0.899 ***	0.446 **	-0.020 2	0.389 **
<i>boardsize</i>	-0.031 4	-0.015 7 ***	-0.032 4	0.031 9*	0.003 35	0.031 1*
<i>commitee</i>	-0.015 1	-0.007 35	-0.011 5	0.124 ***	0.001 20	0.130 ***
<i>vcd</i>	-0.097 8	0.040 1 ***	-0.324 **	0.146 **	0.020 8 **	0.041 0
<i>Lroa × vcd</i>			3.384 *			2.213 ***
<i>Industry</i>	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>N</i>	128	128	128	350	350	350
调整 R^2	0.713	0.505	0.720	0.567	0.219	0.575

注: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

4 结束语

本文的理论与数据分析均表明,风险投资与创始人是新上市企业两类特殊的公司治理参与者。他们均具有积极的治理动机、充裕的治理信息以及丰富的治理经验。具体而言,风险投资是具有投资近视症的积极机构投资者,他们在所投资企业上市后可预期的时间内退出,并且倾向在退出之前迅速提高上市公司价值。创始人则是典型具有管家特质的投资者,他们具有较长时间的持股意愿,愿意为公司的长期收益放弃自身的短期利益。所以,风险投资和创始人的存在,使新上市公司治理行为呈现出不完全等同于传统代理理论预示的特征。这些特征直接影响到新上市公司相关治理制度的形成。这一结论的启示在于,不能直接

用有关成熟上市公司的研究结论指导新上市公司的治理实践。在新上市公司的治理制度建设过程中,应该高度关注有影响力的投资者之间治理动机与能力的差异。

关于管理层薪酬的实证结果显示了风险投资与创始人在新上市公司薪酬治理制度形成过程中的影响。这两类积极治理者的存在,使得管理层薪酬制度的形成过程从传统代理理论强调的委托人与代理人之间的博弈转向不同委托人之间的博弈。具体而言,风险投资的存在会提高管理层的整体薪酬水平、扩大管理层内部薪酬差距,并且提高薪酬敏感系数。创始人则在薪酬制度的不同议题上发挥不同的作用。在整体薪酬水平方面,创始人的存在不仅直接降低总体薪酬水平,同时抑制风险投资对于提高整体薪酬水平的影响。在管理层内部薪酬差距与薪酬敏感系数方面,创始人的存

在抑制了风险投资的影响. 这些结论表明, 如果将新上市公司在薪酬水平、内部薪酬差距、薪酬敏感系数这些重要薪酬制度方面的差异简单归结于投资者监督与激励的质量, 从而一味强调对管理者的控制与激励, 并不能改进薪酬制度的有效性. 实践中, 应该更多关注风险投资与创始人这些关键投资人对于薪酬制度不同的影响.

在理论分析部分, 本文预测风险投资与创始人对于薪酬制度存在相互制约的影响. 实证结果进一步表明, 这种相互影响在不同的议题上表现出不同的作用机制. 创始人在薪酬水平上, 表现出与风险投资对等的效应, 双方均对薪酬水平产生直接影响并且表现出相互抑制的效应. 而在内部薪酬差距与薪酬敏感系数方面, 创始人只是作为调节变量的角色存在. 这一结果暗示, 在薪酬制度的不同议题上, 风险投资与创始人之间的博弈机制并不完全相同. 今后一个重要而有趣的方向是通过建立博弈模型, 进一步区分两者在不同议题上博弈机制的差异. 这一结果同时表明, 创始人是

公司治理中的复杂角色. 创始人在不同公司治理议题上发挥的作用很难简单通过管家理论直接预测. 研究创始人治理角色的重要方向是在管家理论的基础上, 针对具体的公司治理议题, 建立更为精细的理论.

研究结论也进一步证实, 由于治理参与者的多样化, 新上市公司的治理情境远比传统委托代理理论揭示的复杂. 上市是企业公司治理制度发生巨变的时刻. 在这个窗口期, 存在大量治理动机和治理能力不同的参与者. 这些参与者均希望通过参与公司治理制度的形成过程, 保护自身利益. 参与者之间的差异往往是决定新上市企业公司治理行为的关键要素. 就本文的研究而言, 风险投资与创始人之间的差异对管理层薪酬制度的形成产生重要影响. 这些复杂的差异性在传统代理理论中没有得到充分的体现与对待. 恰恰是这些被基于成熟企业公司治理研究所忽视的要素, 对于理解新上市企业治理行为与现象非常重要.

参考文献:

- [1] Arthurs J D, Hoskisson R E, Busenitz L W, et al. Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(2): 277-294.
- [2] Connelly B L, Tihanyi L, Certo S T, et al. Marching to the beat of different drummers: The influence of institutional owners on competitive actions [J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53(4): 723-742.
- [3] Hoskisson R E, Hitt M A, Johnson R A, et al. Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies [J]. *Academy of Management Journal*, 2002, 45(4): 697-716.
- [4] Deutsch Y, Keil T, Laamanen T. A dual agency view of board compensation: The joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk [J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32(2): 212-227.
- [5] Eisenhardt K M. Agency theory: An assessment and review [J]. *Academy of Management Review*, 1989, 14(1): 57-74.
- [6] Child J, Rodrigues S B. Corporate governance and new organizational forms: Issues of double and multiple agency [J]. *Journal of Management and Governance*, 2003, 7(4): 337-360.
- [7] Allcock D, Filatotchev I. Executive incentive schemes in initial public offerings: The effects of multiple-agency conflicts and corporate governance [J]. *Journal of Management*, 2010, 36(3): 663-686.
- [8] Davis J H, Schoorman F D, Donaldson L. Toward a stewardship theory of management [J]. *Academy of Management Review*, 1997, 22(1): 20-47.
- [9] Kaplan S N, Strömberg P E R. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(5): 2177-2210.
- [10] Schmidt K M. Convertible securities and venture capital finance [J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58(3): 1139-1166.
- [11] Filatotchev I. Effects of executive characteristics and venture capital involvement on board composition and share ownership in IPO firms [J]. *British Journal of Management*, 2006, 17(1): 75-92.
- [12] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 等. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究 [J]. *经济研究*, 2012, (1): 105-119.

- WuChaopeng , Wu Shinong , Cheng Jingya , et al. The role of venture capital in the investment and financing behavior of listed companies: Evidence from China [J]. *Economic Research Journal* , 2012 , (1) : 105 - 119. (in Chinese)
- [13] Kaplan S N , Schoar A. Private equity performance: Returns , persistence , and capital flows [J]. *The Journal of Finance* , 2005 , 60(4) : 1791 - 1823.
- [14] 郑君君 , 韩 笑 , 邹祖旭 , 等. IPO 市场中风险投资家策略的演化博弈分析 [J]. *管理科学学报* , 2012 , 15(2) : 72 - 82.
- Zheng Junjun , Han Xiao , Zou Zuxu , et al. Analysis on venture capitalists' strategies in IPO market based on evolutionary game [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2012 , 15(2) : 72 - 82. (in Chinese)
- [15] Darrough M , Rangan S. Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering? [J]. *Journal of Accounting Research* , 2005 , 43(1) : 1 - 33.
- [16] Field L C , Hanka G. The expiration of IPO share lockups [J]. *The Journal of Finance* , 2001 , 56(2) : 471 - 500.
- [17] Hochberg Y V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm [J]. *Review of Finance* , 2012 , 16(2) : 429 - 480.
- [18] Morsfield S G , Tan C E L. Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? [J]. *The Accounting Review* , 2006 , 81(5) : 1119 - 1150.
- [19] Masulis R W , Nahata R. Venture capital conflicts of interest: Evidence from acquisitions of venture-backed firms [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2011 , 46(02) : 395 - 430.
- [20] Krishnan C N V , Ivanov V I , Masulis R W , et al. Venture capital reputation , post-IPO performance , and corporate governance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2011 , 46(05) : 1295 - 1333.
- [21] Nelson T. The persistence of founder influence: Management , ownership , and performance effects at initial public offering [J]. *Strategic Management Journal* , 2003 , 24(8) : 707 - 724.
- [22] 夏立军 , 郭建展 , 陆 铭. 企业家的“政由己出”——民营 IPO 公司创始人管理、市场环境与公司业绩 [J]. *管理世界* , 2012 , (9) : 131 - 142.
- XiaLijun , Guo Jianzhan , Lu Ming. Policies being established by enterprisers themselves: The management of founders in private IPO companies , the market environment , and firm' s performance [J]. *Management World* , 2012 , (9) : 131 - 142. (in Chinese)
- [23] Wasserman N. Stewards , agents , and the founder discount: Executive compensation in new ventures [J]. *Academy of Management Journal* , 2006 , 49(5) : 960 - 976.
- [24] Fahlenbrach R. Founder-CEOs , investment decisions , and stock market performance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2009 , 44(02) : 439 - 466.
- [25] He L. Do founders matter? A study of executive compensation , governance structure and firm performance [J]. *Journal of Business Venturing* , 2008 , 23(3) : 257 - 279.
- [26] Hayes R M , Schaefer S. CEO pay and the LakeWobegon effect [J]. *Journal of Financial Economics* , 2009 , 94(2) : 280 - 290.
- [27] James H S. Owner as manager , extended horizons and the family firm [J]. *International Journal of the Economics of Business* , 1999 , 6(1) : 41 - 55.
- [28] Bebchuk L A , Cremers K J M , Peyer U C. The CEO pay slice [J]. *Journal of Financial Economics* , 2011 , 102(1) : 199 - 221.
- [29] Cruz CC , Gómez-Mejía L R , Becerra M. Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms [J]. *Academy of Management Journal* , 2010 , 53(1) : 69 - 89.
- [30] 郑君君 , 张 平 , 蒋伟良 , 等. 面对异质竞买者风投退出困境与量子博弈均衡 [J]. *管理科学学报* , 2015 , 18(4) : 62 - 72.
- Zheng Junjun , Zhang Ping , Jiang Weiliang , et al. Venture capital exit dilemma and quantum equilibrium in presence of heterogeneous bidders [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2015 , 18(4) : 62 - 72. (in Chinese)
- [31] 周嘉南 , 段 宏 , 黄登仕. 投资者与创始人的争斗: 冲突来源及演化路径——基于我国公司公开冲突事件的案例分析 [J]. *管理世界* , 2015 , (6) : 154 - 163.

- ZhouJianan , Duan Hong , Huang Dengshi. The conflict between the investor and the founder: The sources for conflict and the road to the evolution [J]. *Management World* ,2015 ,(6) : 154 - 163. (in Chinese)
- [32]Sahlman W A ,Stevenson H H ,Roberts M J , et al. *The Entrepreneurial Venture* [M]. Boston: Harvard Business School press ,1999.
- [33]Chizema A , Liu X , Lu J , et al. Politically connected boards and top executive pay in Chinese listed firms [J]. *Strategic Management Journal* ,2015 ,36(6) : 890 - 906.

Venture capital , founder and top management team compensation: A view from multiple agency theory

*CHEN Chuang*¹ , *ZHANG Yan*² , *WU Xiao-hui*^{1*}

1. School of Management , Xiamen University , Xiamen 361005 , China;
2. School of Accounting , Jiangxi University of Finance and Economics , Nanchang 330013 , China

Abstract: This paper extends the multiple agency theory by exploring the joint effect of the venture capital and the founder on the compensation schemes in new public firms. The paper finds that the venture capital who has a motivation to sell out the shares during the post-IPO , is inclined to increase the salary level for the top management team , enlarge the compensation gap , and increase the executive compensation-performance sensitivity. Conversely , the existence of the founder causes the compensation level to decrease and alleviates the effect of VC.

Key words: multiple agency theory; venture capital; founder; top management team compensation; newly public firms