

# 上市公司高管人员薪酬与经营绩效的实证分析

王培欣, 夏佐波

(哈尔滨工业大学 经济管理学院, 哈尔滨 150001)

**摘要:** 管理者的薪酬是上市公司激励约束机制的重要组成部分, 为了验证上市公司高管人员薪酬与公司经营绩效之间是否存在依存关系, 在对委托代理理论、激励理论及其假说等理论分析的基础上, 运用实证分析的方法, 通过线性回归分析对上市公司高管人员薪酬与经营绩效之间的关系进行了检验。结果发现, 两者间存在显著正相关关系; 另外研究表明, 在较小的持股比例下, 高管人员持有的股份比例与公司绩效间存在正相关关系, 高管人员现金薪酬与公司的规模呈显著的正相关关系。最后根据研究结果, 从完善我国现有的薪酬激励结构的角度, 对高管人员薪酬与上市公司经营绩效之间的关系提出了相应的建议。

**关键词:** 高管人员; 薪酬; 股权激励; 经营绩效

**中图分类号:** F276.6      **文献标志码:** A      **文章编号:** 100921971(2009)03-0086-05

## 一、前言

亚当·斯密在《国富论》中对资本所有者和企业经理的关系的论述: “在钱财的处理上, 股份公司的董事是为他人尽力, 而私人合伙企业的合伙者, 则是为自己打算, 所以要像股份公司的董事们监视钱财的用途, 像私人合伙人那样用意周到, 那是很难做到的, 疏忽和浪费, 常为股份公司业务经营上带来多少难免的弊端。在过去的一百年里形成的新古典经济理论主要是从技术角度来看待企业, 企业在标准的阿罗和德布罗的竞争均衡范式中被作为生产函数, 该理论认为, 企业在无私管理者的经营下对投入产出水平进行选择, 目的是使利润最大化。”

在现代市场经济环境中, 公司是一系列契约合同关系的结合, 这种关系也体现了一个人力资本和财务资本缔结的共同合约。现代公司最主要和最基本的特征是所有权与经营权相分离, 由于企业经营者与所有者具有不同的目标函数, 导致经营者利益与所有者利益相偏离, 这就构成代理成本。代理成本的存在可以看做是所有权与

经营权分离必须付出的代价, 为了降低代理成本, 矫正经营者行为, 激励经营者最大限度地为所有者努力工作, 减小经营者与所有者之间行为目标的差异, 委托人必须建立一套激励约束机制来使得代理人朝着委托人财富最大化的方向行进。管理者的薪酬无疑是激励约束机制的重要组成部分。我国上市公司从1998年开始在年报中披露高级管理人员的薪酬情况, 上市公司管理者薪酬问题也迅速成为社会关注的热点, 并产生了一些有价值的研究成果。

西方学术界较早开展经营者报酬和企业业绩实证研究工作的是詹森和墨菲 (Jensen and Murphy), 他们用回归方式估计了现金报酬、购股权、内部持股方案和解雇威胁所产生的激励作用<sup>[1]</sup>。罗森 (Rosen) 对经营者报酬的实证分析表明, 经理的报酬对股票收益的弹性在 0.10~0.20 之间, 即股票收益率从 10% 涨到 20%, 该企业经营者的报酬将增加 1%, 表明经营者的报酬对企业业绩没有表现出较强的激励作用<sup>[2]</sup>。与此相反, 霍尔和利伯曼 (Hall and Liebman) 认为经营者报酬和企业业绩强相关, 而这种强关联几乎完全是由于所持股票和股票价值的变化所引起的<sup>[3]</sup>。迈赫兰 (Mehran) 的研究表明, 企业业绩

收稿日期: 2009-01-15

作者简介: 王培欣 (1963-), 女, 黑龙江哈尔滨人, 副教授, 从事上市公司财务与会计问题实证研究; 夏佐波 (1984-), 男, 四川德阳人, 硕士研究生, 从事上市公司财务与会计问题实证研究。

与经理持有股票期权的比例和经理其他形式报酬的比例均呈正相关关系,且相关系数分别为 2.263 和 0.521,可见经理股票期权在理论上具有很大优势<sup>[4]</sup>。

国内关于经理薪酬的研究多是从理论入手来探讨我国企业高管薪酬的改革之路,对高管薪酬的计量研究近几年才刚刚开始。魏刚(2000)运用我国上市公司的经验数据,考察了上市公司经营绩效与高级管理人员激励之间的关系,研究结果表明:高级管理人员的年度薪酬与上市公司的经营业绩并不存在显著的正相关关系,高级管理人员的持股数量与上市公司的经营绩效并不存在显著的正相关关系<sup>[5]</sup>。宋增基、张宗益(2002)以 1999 年度公司的年报为研究窗口,研究了公司绩效与经理人员薪酬的相关性,研究发现:经理人员年薪收入变化并不受经理人员持股数量的影响,公司经理人员的年薪对公司绩效有显著的正面影响<sup>[6]</sup>。张俊瑞、赵进文(2003)以 2001 年上市公司公布的年报数据为主要研究对象,研究表明:高级管理人员年度薪酬与公司经营绩效及公司规模呈较显著的、稳定的正相关<sup>[7]</sup>。

## 二、实证分析

### 1 研究指标选择

进行实证研究所选取的会计指标应尽可能全面地反映公司真实的财务状况和经营成果,所以本文在以前学者研究的基础上,确定的指标包括经营绩效指标和高管薪酬指标(高管现金薪酬和高管持股比例)。公司业绩的财务指标主要有:净资产收益率(ROE)和 Tobin Q 值。选取净资产收益率作为衡量指标主要是为了与国内外其他相关研究进行对比分析;选取 Tobin Q 值是因为该指标不容易受盈余管理的影响,能较客观地反映公司的市场价值。高管现金薪酬指标主要选取的是公司前三位高级管理人员薪酬的总额。其中:

$$\text{净资产收益率(ROE)} = \frac{\text{净利润}}{\text{A 权益的账面价值}} \quad (1)$$

$$\text{Tobin Q} = \frac{(\text{年末收盘价} \times \text{年末股本总数} + \text{年末负债})}{\text{A 年末公司资产}} \quad (2)$$

$$\text{高管持股比例(MSR)} = \frac{\text{高管持股总数}}{\text{A}}$$

公司总股本 (3)

### 2 研究样本及数据的选取

#### (1) 样本的选取

本文以 2006 年 12 月 31 日前在上海证券交易所上市的 540 家上市公司为研究样本,选取这 540 家上市公司 2006 年的相关年度报告,运用平行数据对公司高管人员薪酬与经营绩效的相关性进行分析。需要指出的是,为了保证数据的有效性,尽量消除异常样本对研究结论的影响,本文对原始样本进行如下筛选:由于金融保险业上市公司的业绩受调控影响较大,资产负债水平较高,其营业性质及财务结构较为特殊,与其他行业相差较大,故剔除了金融保险业上市公司;考虑到极端值对统计结果的不利影响,故剔除了业绩过差的 ST 和 PT 上市公司;由于国内投资者主要关注的是 A 股上市公司,而 B 股和 H 股对 A 股的信息披露有所影响,所以我们也剔除了同时发行 B 股或 H 股的 A 股上市公司;薪酬为 0 的样本以及资产负债率大于 1 的样本会对统计结果产生不利的影响,故予以剔除。

#### (2) 数据的选取

本研究需要两类数据:财务数据和公司治理数据。数据均来自上市公司在中国证券监督管理委员会网站上公布的 2006 年年度报告,中国金融网为补充。在选取数据的时候,剔出 ST 公司以及一些异常样本,从而保证样本数据的稳定性。收集数据后,根据各项指标的选取,从年度报告中直接或间接获取所需要的数据,采用 SPSS 软件对其进行描述统计和线性回归分析<sup>[8]</sup>。

### 3 研究假设

由于委托人与代理人之间的信息不对称使得激励机制成为必要,委托代理理论中激励机制的原意是委托人激励代理人努力的工作,但由于代理人努力程度的不可观察和不可量化,委托人所能观察到的只是企业的产出结果,即企业的经营绩效,并据此判断代理人的努力程度。因此本文做出假设 1:高管人员现金薪酬与公司经营绩效存在正相关关系。

国内外的研究大多都证实高层管理当局的薪酬与公司的规模存在联系,道德风险也表明大公司的监督和代理成本是更大的,大公司需要雇佣更具管理才能和更高水平的经理人员。为了吸引和留住人才,公司必须花费更多的代理成本

(即薪酬),所以我们做出假设 2 高管人员现金薪酬与公司的规模存在显著正相关关系。

通过委托代理理论我们知道,在信息不对称的情况下,委托人的优先选择是赋予代理人一定程度的剩余索取权(持有有一定的股份),以此来达到委托人与代理人目标的一致性。利益趋同假说认为,随着管理人员持股的增加,管理层与股东的目标函数逐渐趋于一致,即代理人拥有了剩余索取权他就会努力的工作。而在我国,高管人员持股比例比较低。由此我们提出假设 3 在较小的持股比例下,高管人员持有的股份比例与公司绩效存在正相关关系。

### 4 模型的构建

根据假设 1和假设 2可以建立回归方程

$$IE = A_1 + B_1 ROE + C_1 IS + E_1 \quad (4)$$

$$IE = A_2 + B_2 Tobin. sQ + C_2 IS + E_2 \quad (5)$$

根据假设 3建立回归方程

$$Tobin. sQ = A_3 + DMSR + E_3 \quad (6)$$

其中:  $IE$ ))) 公司高管人员现金薪酬的自然对数;

$IS$ ))) 公司规模的自然对数;

$A_i (i = 1, 2, 3)$ : 常数项;

$E_i (i = 1, 2, 3)$ : 随机误差干扰。

### 5 实证结果及分析

#### (1)薪酬与公司规模及绩效的实证分析

在进行回归分析之前,首先对公式(4)、(5)的拟合优度  $R^2$  进行测算,  $R^2$  越大,说明回归方程拟合数据越好,或者说现金薪酬 ( $IE$ ) 与公司规模 ( $IS$ ) 及公司绩效 ( $ROE, Tobin. sQ$ ) 的线性关系越强,即回归方程的两个自变量对因变量的解释能力越强。

表 1 公式 4 的拟合优度

Model	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>adj</sub>
1	0.8546 <sup>a</sup>	0.7303	0.7502

表 2 公式 5 的拟合优度

Model	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>adj</sub>
1	0	0.375	0.470

从表 1和表 2我们可以看到上市公司的现金薪酬 ( $IE$ ) 与公司规模 ( $IS$ ) 及公司绩效 ( $ROE, Tobin. sQ$ ) 的线性关系很强。说明我国上市公司在制订高管薪酬计划时,更多地考虑了公司的

绩效和公司的规模。

针对假设 1、假设 2 的线性回归分析,分别以  $ROE$  和  $Tobin. sQ$  为公司绩效的衡量指标,线性回归结果见表 3和表 4。

表 3 根据假设 1所得系数矩阵表

model	未标准化的相关系数		标准化的相关系数	t	Sig
	B	标准差			
常数	1.242	0.330		3.767	0.000
Tobin'Q	0.018	0.004	0.178	4.359	0.000
lnSize	0.221	0.027	0.332	8.133	0.000

表 4 根据假设 2所得系数矩阵表

model	未标准化的相关系数		标准化的相关系数	t	Sig
	B	标准差			
常数	0.409	0.353		1.159	0.247
Tobin'Q	0.186	0.043	0.174	4.343	0.000
lnSize	0.276	0.027	0.415	10.353	0.000

由表 3和表 4可以验证假设 1和假设 2,即高管人员现金薪酬与公司经营绩效存在正相关关系,而且高管人员薪酬与公司规模存在显著的正相关关系。这说明我国上市公司在制定高管薪酬时,更多地考虑公司的绩效和公司的规模。

#### (2)股票期权薪酬与公司绩效的实证分析

本文以  $Tobin. sQ$  为公司经营绩效衡量指标,股票期权薪酬与公司绩效的线性回归分析结果见表 5。

表 5 根据假设 3所得系数矩阵表

model	未标准化的相关系数		标准化的相关系数	t	Sig
	B	标准差			
常数	1.640	0.280		57.501	0.000
M SR	0.038	0.011	0.144	3.372	0.001

由此可以验证假设 3,即在较小的持股比例下,高管人员持有的股份比例与公司绩效存在正相关关系。在我国高管人员持股比例比较低的情况下,随着管理人员持股的增加,管理层与股东的目标函数逐渐趋于一致,即代理人在拥有了剩余索取权后就会努力地工作。

## 三、研究结论及相关建议

本文以  $ROE$  和  $Tobin. sQ$  作为衡量公司经

营绩效的标准,对三个公式进行线性回归分析,得出了以下结论:一是公司高管人员现金薪酬与公司经营绩效存在正相关关系。对 ROE 和 Tobin. sQ 这两个指标的回归分析显示,高管人员现金薪酬与公司的经营绩效存在正相关关系,支持了假设 1;同时可以发现,系数矩阵的统计与国外的许多学者的研究结果大体一致。二是高管人员现金薪酬与公司的规模存在显著正相关关系。无论 ROE,还是 Tobin. sQ 作为公司绩效衡量指标进行回归分析时,企业规模 (IS) 均与高管人员现金薪酬显著正相关,这说明资产的规模越大,公司的高管人员的薪酬也越高,因此验证了假设 2。三是在较小的持股比例下,高管人员持有的股份比例与公司绩效存在正相关关系。实证结论表明,在较小的持股比例下,公司经营绩效随着持股比例的增加而上升,利益趋同假说 0 发挥作用。因此,本文的实证结果支持了研究假设 3,得出了在较小的持股比例下,高管人员持股作为一种激励制度是有效的。

根据本文的研究结果,笔者提出以下建议:

一是完善高管薪酬机制。通过实证研究取得数据进行总体性分析可以知道,在上海证券交易所上市的公司中,高管持股的只有 229 家。这说明我国上市公司依然沿用传统的 / 固定薪酬 + 货币奖励薪酬 0 进行员工绩效考评和报酬支付。而高管人员是职业的经理人,薪酬水平应该是其最主要的激励因素之一。借鉴西方发达国家的经验,考虑货币的边际效用递减规律以及人本身的多层次需要,应该综合采用报酬、声誉综合性激励制度,将短期激励和长期激励相结合,即采用短期激励(即年薪制) + 股权计划的激励机制 + 补充性激励(即包含福利计划、职务消费)。年薪制中的风险收入只和企业过去的、短期效益挂钩,而股权计划则可以发挥其优势,弥补年薪制中的短期行为,与高层管理人员未来的、长期收益挂钩。当前中国股市的热点问题是 / 股权分置 0 问题,在上市公司解决股权分置实现全流通后,将股权分置方案同长期激励结合起来,激励上市公司高管和骨干人员为了实现企业的业绩而努力工作,将是一种有效地解决当前股权分置改革中尚未涉及的高管激励问题的途径,也有利于该项改革的深入进行,通过对高管和核心人员的激励,促进他们全力提升企业的业绩,

才能实现流通股、非流通股股东和高管三者的 / 多赢 0<sup>[9]</sup>。

二是完善业绩评价指标。一个好的业绩评价体系必然包含财务指标与非财务指标相结合、长期指标与短期指标相结合、量化指标与非量化指标相结合。衡量一个企业经营活动优劣的指标也从单纯经济指标发展为综合性的 / 企业社会绩效指标 0。2003 年 11 月,国资委公布了 5 中央企业负责人经营业绩考核暂行办法 6, 2006 年 4 月国资委又公布了 5 中央企业综合绩效评价管理暂行办法 6,把过去企业综合绩效评价分成财务绩效定量评价和管理绩效定性评价两部分。财务绩效定量评价是指对企业一定期间的盈利能力、资产质量、债务风险和经营增长四个方面进行定量对比分析和评判。管理绩效定性评价指标包括企业发展战略的确立与执行、经营决策、发展创新、风险控制、基础管理、人力资源、行业影响、社会贡献等方面。

三是重视业绩指标在薪酬决定中的作用,加强负激励的惩罚措施。激励制度必须以评价制度为基础,评价系统是激励制度的基础。企业如果没有健全的业绩评价基础,激励制度很难得到有效的发挥。但是我国目前薪酬水平的制定基本上没有考虑负激励。高管人员基本上不必为企业的亏损负责,负激励明显不足。以会计业绩为基础实行短期激励,以市场业绩为基础实行长期激励,全面配合解决上市公司由于信息不对称而形成的委托代理关系所面临的激励不相容问题<sup>[10]</sup>。

四是加强公司治理的信息披露,尤其薪酬披露制度,增加薪酬制定的透明度。薪酬信息的充分披露有助于股东全面把握企业的财务状况和对高管人员的业绩评估,可以帮助外部股东更好地监督企业管理层的行为。我国对上市公司的公司治理披露要求中虽然对高管人员的薪酬披露作了明确规定,但是实际操作中流于形式的多,落到实处的少。在本论文资料的搜集以及数据的整理中,发现上市公司在薪酬披露上不全面,未披露情况严重。其中,在所有的上市公司中(A股)高管人员薪酬未披露或者披露不全面的比例超过一半,因此我国今后还应加强薪酬披露制度的工作,增加薪酬制定的透明度。

五是建立薪酬委员会,系统有效地管理薪

酬。薪酬作为联系高级管理人员与所有者之间的重要纽带,对高级管理人员的行为有着重要的引导作用,因此企业必须建立一套行之有效的薪酬机制,薪酬的设计要充分考虑到其对内公平性、对外竞争性、对个人激励性及易于管理性。而由于实务中影响高级管理人员决定的因素比较繁杂,不同的企业和经济环境会影响到薪酬决定因素的取舍,使得薪酬决定充满了权变色彩,从而增加了薪酬决定的难度。因此国外公司通常会成立一个专门的机构)))薪酬委员会来进行薪酬的设计与管理工作。为了适应现代公司制度以及全球化的竞争的激烈环境,我国企业也可以借鉴西方发达国家的先进经验,建立专门的薪酬委员会,对高级管理人员的薪酬实施有效的管理,保证薪酬激励机制的有效发挥<sup>[11]</sup>。

参考文献:

[1] JENSEN M C and MURPHY K J Performance Pay and Top Management Incentive [ J]. Journal of Political Economy 1990, 98 ( 2): 225- 226  
 [2] ROSEN SHERW N Contracts and Market for Executives[ J]. Contract Economics 1992, 42: 181- 211.

[3] HALL B J and LIEBMAN J B Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats[ J]. Quarterly Journal of Economics 1998, 113: 653- 691.  
 [4] MEHRAN H. Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance[ J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38( 2): 163- 184.  
 [5] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司绩效 [ J]. 经济研究, 2000, ( 3): 32- 39.  
 [6] 宋增基, 张宗益. 上市公司经营者报酬与公司经营绩效实证研究 [ J]. 重庆大学学报: 自然科学版, 2002, ( 11): 23- 28  
 [7] 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): . 29- 34  
 [8] 高娟. 上市公司高层管理人员薪酬与企业业绩关系的实证研究 [ J]. 财会月刊, 2006, ( 4): 74- 75  
 [9] 李增泉. 激励机制与企业绩效 [ J]. 会计研究, 2000, ( 1): 24- 26  
 [10] 朱其祥, 卢俊义. 上市公司高管人员薪酬与企业绩效的实证分析 [ J]. 金融证券分析, 2005, ( 4): 21- 24  
 [11] 刘芳. 中国上市公司高管人员薪酬存在的问题及对策 [ J]. 商业现代化, 2007, ( 1): 117- 118

## Empirical Analysis of Deluxemanager 's Salary of Listed Company and Its Management Performance

WANG Peiqin, XIA Zuo

( School of Management Harbin Institute of Technology Harbin 150001, China)

Abstract The deluxemanager's salary is a very important integral part of listed company's incentive and restraint mechanisms. In order to test and verify the relation between deluxemanager's salary and company's management performance, firstly the paper carries out theoretical analysis of the commission and agency theory and incentive theory with its hypothesis, and then it sets a foundation for the substantial evidence research to examine the relation of the salary of deluxemanager and management performance by making use of the linear related and analytical method. It is found that there exists a positive relationship in both of them. And it is also found that there is a positive relationship between the proportion of deluxemanager's shares and company's management performance, while there is a obvious positive relationship between deluxemanager's cash salary and the scale of company. According to the results, this paper makes some suggestions to perfect the relation between deluxemanager's salary and listed company's management performance.

Key words deluxemanager salary, share incentive, management performance

[责任编辑 张大勇]