

公司业绩、治理结构与高管薪酬

——基于中国上市公司的实证研究

赖普清

(浙江大学 公共管理学院;经济学院,浙江 杭州 310027)

摘要:文章研究了激励机制和治理结构对中国上市公司高管薪酬所产生的影响。研究表明,中国上市公司高管薪酬与会计业绩之间存在显著的正相关关系,但与市场业绩不存在显著关系。这证明会计业绩比市场业绩在激励机制中发挥更大的作用。公司治理结构对高管薪酬存在显著影响,并观察到股权结构治理与薪酬—业绩激励机制之间存在一定的互补性。

关键词:高管薪酬;公司业绩;治理结构

中图分类号:F830.59; F202.92 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2007)05-0049-06

在所有权与经营权相分离的情况下,高级经理人的行为目标可能与所有者股东的目标发生背离与冲突,从而产生代理问题^[1]。如何解决这一问题构成上市公司治理中面临的核心课题之一。通常说,上市公司通过两大机制解决代理问题:一是激励机制,即通过薪酬与企业业绩挂钩来诱使高级经理人采取与委托人目标一致的行动;二是公司治理机制,包括调整所有权结构以增强股东对高管的影响力,通过董事会、独立董事及监事会安排来加强对高管的监督与控制。这两大机制可能对公司薪酬政策产生重大影响,从而影响高层管理人员的薪酬水平与薪酬结构。

高管薪酬是否受企业业绩的影响以及影响有多大,是经理人薪酬研究领域的一个重要主题。较早时期文献的一个共同观点是认为薪酬—业绩敏感度太低。Jensen & Murphy 对美国 7 600 多位企业高层管理人员薪酬和企业业绩关系的经验研究表明,尽管企业高层管理人员薪酬与企业业绩存在显著的正向关系,但股东价值每增加 1 000 美元,企业高层管理人员财富仅增加平均 3.25 美元^[2]。Kaplan 对日本企业高管薪酬的研究也得到类似结论^[3]。Hall & Liebman 则表明 1994 年的美国公司薪酬—业绩敏感度比 1980 年提高 2~10 倍之多,主要原因在于 20 世纪 90 年代以来经理人持股和股票期权激励的不断增加^[4]。

然而,目前对中国企业的薪酬—业绩关系的研究尚未得到一致性的结果。Mengistae & Xu^[5]一项中国经理人薪酬的研究发现,经理人薪酬与企业业绩之间存在正向关系,但其样本仅局限于 1980—1989 年的中国国有企业。林浚清等利用 1999 年与 2000 年的上市公司样本发现中国上市公司内高管人员薪酬差距对公司未来业绩存在显著正向关系,但这一关系与标准的薪酬—业绩关系

收稿日期:2007-04-15

基金项目:国家自然科学基金重点课题“中国人力资本投资与劳动力市场管理研究”(70-233003)

作者简介:赖普清(1973-),男,江西赣县人,浙江大学经济学院博士研究生,主要从事人力资本、制度经济学研究。

有所不同^[6]。另外一些研究则显示中国上市公司高管薪酬与公司业绩无关^[7-8]。

本文的主要目的是研究中国上市公司高管薪酬与公司激励机制和治理结构之间的关系。具体将回答两个方面的问题:第一,中国上市公司业绩和治理结构对高管薪酬是否存在显著的影响?第二,不同的治理结构、不同的所有制性质以及外资股东等因素对公司的薪酬—业绩敏感性有何影响?激励机制与治理机制之间是否存在某种程度上的替代或互补关系?

一、数据

本研究所使用的数据来源于深圳市国泰安信息技术有限公司和香港大学中国金融研究中心设计开发的CSMAR数据库系统。该数据系统包括16个子数据库,本文选用了与研究相关的《中国上市公司财务数据库》、《中国上市公司财务指标数据库》和《中国上市公司治理结构数据库》。其中《中国上市公司治理结构数据库》的时间跨度为1999-2002年,本文以此4年公司数据作为研究样本。

《上市公司治理结构数据库》年报数据报告了有关高层管理人员的薪酬指标包括基本工资、奖金、津贴、其他收入、年薪总额以及年末持股数、股票期权等变量。在《上市公司治理结构数据库》中年薪区间划分为7个,每个区间分为上、下限,并提供了每区间年薪人数。本文的策略是将每家上市公司在每一年度最高的年薪区间筛选出来,然后再取这一年薪区间的上、下限的均值作为该上市公司最高层管理人员的年薪水平。表1报告了本研究所用数据的样本结构和主要变量的统计描述。为了使各年度的数据具有可比性,本文对年薪水平以及与物价有关的变量均按中国统计局居民消费价格指数折算成1999年为基准的数值。中国上市公司高管年薪水平近几年来持续增长,按1999年不变价格计算,平均高管年薪从1999年的6.8万元增长到2002年的12.9万元,4年间增长了近1倍。4年中上市公司的平均资产报酬率为4%,并呈现一种持续下降的趋势,从1999年的5.3%下降至2002年的2.9%。中国上市公司的业务增长迅速,年均主营业务增长率达到35.3%。我们以托宾Q为反映中国上市公司的市场评价指标,托宾的计算方法为公司权益市场价值加上负债再除以公司的总资产,Q值越高表明市场对该公司的市场评价越高。我们发现,中国上市公司

在1999-2002年4年间托宾Q值存在一个缓慢上升的趋势。

表1 样本结构与变量描述

	1999	2000	2001	2002	混同样本
年薪	67 789.43	78 202.93	105 028.00	129 471.20	99 817.57
年薪对数	10.81	10.93	11.23	11.45	11.16
资产报酬率	0.05	0.05	0.036	0.029	0.040
主营业务增长率	0.23	0.40	0.43	0.29	0.35
托宾Q值	0.51	0.51	0.52	0.54	0.52
最大股东持股比例	42.27	42.14	42.39	41.17	41.95
董事会人数	9.75	9.55	9.36	9.87	9.62
外部董事人数	0.11	0.15	0.55	2.26	0.89
监事人数	4.39	4.34	4.34	4.27	4.33
总资产对数	20.73	20.88	20.99	21.05	20.94
民营企业虚拟变量	0.15	0.14	0.13	0.14	0.14
B股虚拟变量	0.13	0.11	0.09	0.09	0.10
样本量	383	536	685	684	2 288

注:以上数据皆为均值。

在公司治理结构方面,上市公司最大股东持股比例比较大,平均达到42%;董事会规模大约在10人左右;独立董事人数逐年增加,1999年每家上市公司平均外董人数为0.1人,而至2002年平均独立董事人数达到2.3人,监事会规模则保持相对稳定,平均为4.3人。在样本中民营上市公司仅占15%左右,而发行B股的公司则更少,仅占10%左右。

二、公司业绩与高管薪酬

根据委托—代理理论,委托人股东将通过公司业绩指标来决定高级经理人的薪酬,通过薪酬—业绩激励机制来促使经理人的行为符合股东利益,从而降低代理人的机会主义倾向。薪酬—业绩联系可分为显性和隐性两种形态:显性联系是指通过经理人持股、股票期权等将经理人薪酬显性地与委托人的目标(创造股东财富)联系起来;隐性联系是指经理人薪酬由公司的会计或市场业绩指标隐性地加以决定,并逐年加以调整。在本文中,由于我们无法取得高管持股以及股票期权数据,因此,我们将主要检验高管薪酬与企业业绩之间的隐性联系。具体指标包括反映公司会计业绩的资产回报率、主营业务增长率以及反映公司市场业绩的股东权益市值指标。值得注意的是,上一期公司业绩水平也会对下一期薪酬政策产生重要影响,因此,在计量模型中应当加入业绩指标的滞后变量来更全面地反映公司激励机制所发挥的作用。

另外,本文选取最大股东持股比例作为股权结构变量,董事会规模、外部董事比例和监事比例作为董事会结构变量,通过这些变量来考察中国上市公司治理结构对高管年薪可能存在的影响。

通过以上分析,我们设定中国上市公司高管年薪水平决定的计量模型如下:

$$salary_{it} = b_0 + \alpha_1(perf)_{it} + \alpha_2(perf)_{it-1} + \beta(gov-struct)_{it} + \gamma(controls)_{it} + \mu_{it}$$

在这里,下标 i 和 t 分别表示不同的上市公司和年份; α_1 和 α_2 是分别表示当期和滞后一期企业业绩变量的估计参数; β 是公司治理结构变量的估计参数; γ 是方程其他控制变量的估计参数; b_0 为方程截距,它不随时间变化而改变; μ_{it} 为随机误差项。

模型的其他控制变量包括公司规模、地区虚拟变量、行业虚拟变量和年度虚拟变量。根据管理理论,公司规模越大,管理者所控制的资源与掌握的权力则越大,从而有利于其薪酬水平的提高;另外,根据人力资本理论,公司规模的扩大增加了企业管理的复杂性,从而需要具有更高管理技巧和能力的管理者,这类管理者自然需要更高的薪酬回报。托希等(Tosi et al)对 CEO 薪酬决定因素的一项研究显示,公司规模可以解释 CEO 薪酬变差的 40%,是影响高管薪酬的重要因素^[9]。

中国经济具有区域发展不平衡的特征,各个区域的经济水平发展和薪酬水平可能存在相当大的差异,因此当我们解释高管年薪的变差时,应该对地区特征的影响加以控制。另外,模型也考虑了行业间的高管年薪差异以及年薪增长的时间趋势。

表 2 报告了分别按年薪对数和绝对数为因变量的 5 个模型的回归结果。模型 1、2、3 分别以资产报酬率、主营业务增长率、托宾 Q 值以及各自的滞后变量作为公司业绩指标,结果显示中国上市公司 1999 年至 2002 年 4 年间高管年薪水平与其会计业绩存在显著的正相关关系。代理理论强调在考察代理人的业绩时应该运用多重指标,以减少代理人机会主义行为和消除“噪音”,因此模型 4 提供了综合考虑 3 大业绩指标的回归结果。与前 3 个模型的结果相一致,我们发现在中国上市公司薪酬—业绩激励中会计业绩所起的作用更大,而市场评价托宾 Q 值则不存在显著作用。这一结果说明,上市公司的市场业绩可能含有较多的“噪音”,导致上市公司更倾向于采取会计业绩作为激励机制的考核指标,这在某种程度上与中国股票市场的运行现状是相当吻合的。同时,上一期的会计业绩对下一期高管年薪的决定发挥着重要的作用,这进一步说明中国上市公司对会计业绩激励的依赖性。模型 5 则提供了以年

薪绝对数作为因变量的估计结果,我们看到,除市场业绩变量之外,模型 5 与模型 4 的回归结果在方向和显著性上基本一致。模型 5 的一个好处在于能够就各个变量对高管年薪的影响提供一个直观的解释。模型 4 显示,公司的当期与上一期资产报酬率增加一个百分点则高管年薪将增加 0.978% 和 0.697%,而模型 5 则表明,一个百分点的当期与前期资产报酬率增加将分别带来高管年薪约 1 000 元和 700 元的升水。主营业务增长率尽管在统计显著水平时均在 1% 以上,但业绩每增加一个百分点仅给高管年薪水平带来非常微弱的实际影响(不到 10 元人民币)。同时,在 2 个模型中市场业绩托宾 Q 值对高管年薪的影响在统计上均是不显著的。

表 2 中的 5 个模型估计结果还进一步表明了中国上市公司治理机制对高管薪酬存在显著的影响。在股权结构治理方面,最大股东持股比例每上升 1%,则公司高管年薪将下降 0.7% 左右,在数额上则平均下降近 800 元人民币。最大股东持股比例上升意味着对公司控制能力的增强,在一定程度上可以降低代理成本,从而用于高能激励的支付将减少,模型的估计结果与代理理论的预期是一致的。

在董事会结构方面,首先,董事会规模与高管年薪呈负相关关系,每增加一名董事会成员公司高管年薪水平下降近 2 500 元人民币。组织行为理论认为,董事会规模的扩大将导致协调和决策成本上升,从而导致低效的监管以及相应的低生产率,与董事会规模相关的经理人薪酬下降可能是由董事会规模效应所造成的。其次,独立董事比例对高管年薪呈显著的正向关系,这与许多国外研究结果相一致。对这一结果的解释是,许多公司的外部董事聘用与解聘都基本上由管理层、特别是总经理决定,因此外部董事往往会对有利于高管的薪酬政策投赞成票。再次,我们发现监事比例上升 10% 大约导致公司高管年薪下降 500 元人民币,这说明监事会监督功能的增强对公司薪酬激励政策有一定的替代性。

表 2 的估计结果亦表明其他控制变量对高管年薪的影响也是十分重要的。我们发现,上市公司的总资产规模每增加 1%,高管年薪水平平均上升 300 多元人民币;高管年薪地区差异比较大,东部参照组的平均年薪比中、西部高出 36 000 元左右;行业也是造成年薪差异的重要因素,在模型 5 个行业分类中,

电子行业的高管年薪水平最高,高于最低的农林渔业8万余元人民币;同时模型也控制了时间趋势,发现中国上市公司高管年薪在2001年有一个大幅度增长。

表2 对公司业绩、治理结构与高管薪酬关系的混同 OLS 估计

因变量	年薪对数				年薪绝对数	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	
公司业绩变量	资产报酬率	0.937 (5.50)***			0.978 (5.11)***	107 342.10 (4.72)***
	资产报酬率 _{t-1}	0.788 (3.70)***			0.697 (2.93)***	70 088.32 (3.09)***
	主营业务增长率		0.011 (4.73)***		0.009 (6.23)***	714.08 (4.61)***
	主营业务增长率 _{t-1}		0.010 (5.05)***		0.008 (4.75)***	872.13 (3.77)***
	托宾 Q 值			-0.092 (-1.44)	0.044 (0.87)	6 690.42 (1.26)
			-0.147 (-1.30)	-0.084 (-0.75)	6 499.22 (0.59)	
治理结构变量	最大股东持股比例(%)	-0.006 (-7.13)***	-0.006 (-6.49)***	-0.006 (-6.89)***	-0.006 (-6.97)***	-797.35 (-6.04)***
	董事会规模	-0.019 (-2.87)**	-0.018 (-2.66)***	-0.019 (-2.83)***	-0.018 (-2.77)***	-2 454.75 (-2.91)***
	外部董事/董事会人数	0.744 (4.13)***	0.778 (4.3)***	0.784 (4.32)***	0.743 (4.12)***	110 727.80 (3.66)***
	监事/董事会人数	-0.454 (-4.49)***	-0.430 (-4.21)***	-0.435 (-4.27)***	-0.449 (-4.43)***	-50 407.39 (-3.95)***
控制变量	总资产对数	0.256 (14.54)***	0.230 (17.46)***	0.290 (16.70)***	0.260 (14.67)***	30 396.17 (12.21)***
	中部地区	-0.460 (-13.15)***	-0.445 (-12.45)***	-0.459 (-12.86)***	-0.456 (-12.95)***	-35 829.92 (-8.72)***
	西部地区	-0.464 (-12.04)***	-0.444 (-11.29)***	-0.461 (-11.70)***	-0.459 (-11.87)***	-36 107.61 (-8.49)***
	采矿、制造行业	0.228 (2.11)**	0.169 (1.6)	0.186 (1.79)*	0.231 (2.12)**	30 403.56 (2.99)***
	电子行业	0.707 (5.83)***	0.674 (5.69)***	0.694 (5.91)***	0.711 (5.83)***	81 446.77 (5.93)***
	金融行业	0.296 (2.63)**	0.236 (2.14)**	0.264 (2.43)**	0.308 (2.73)***	27 044.18 (2.59)***
	其他行业	0.419 (3.79)***	0.373 (3.47)***	0.390 (3.67)***	0.424 (3.82)***	41 812.57 (3.93)***
	2000	0.101 (2.4)**	0.089 (2.08)**	0.094 (2.22)**	0.099 (2.43)**	6 074.69 (1.33)
	2001	0.383 (9.18)***	0.345 (8.16)***	0.355 (8.44)***	0.379 (9.10)***	29 015.92 (6.14)***
	2002	0.466 (8.2)***	0.397 (6.87)***	0.410 (7.11)***	0.461 (8.11)***	31 487.90 (3.72)***
常数项	5.918 (16.46)***	5.112 (14.41)***	5.444 (15.10)***	5.826 (16.00)***	-521 490.60 (-8.78)***	
R ²	0.375 0	0.357 6	0.358 8	0.377 5	0.260 6	
观测值	2 288	2 288	2 288	2 288	2 288	

注:(1) *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 显著性水平,括号内为异方差稳健 t 值;

(2) 股东权益市值变量在模型 1~4 为对数形式,在模型 5 中为绝对数形式;

(3) 行业分组根据上市公司分类指引中的 13 类划分为 5 大类,其他行业包括服务业、批发零售业、交通运输业和其他综合类企业,模型以农林渔业为参照组。

三、公司治理结构对薪酬—业绩关系的影响

以上研究结果证实了中国上市公司高管年薪与

企业会计业绩之间存在较强的正向关系,这证明激励机制在上市公司中确实发挥了一定的作用,那么,

这种作用在不同治理结构以及不同性质的公司中会产生何种变化呢?激励机制与治理结构之间是否存在某种互补关系抑或替代关系呢?为了回答这些问题,本文将进一步在高管年薪决定方程中加入治理结构变量和企业性质变量(民营、B股发行)与业绩指标交互项,这些交互项与业绩变量的联合显著性显示了公司激励机制在不同情形下是否发生显著变化。交互项系数表示治理结构对薪酬—业绩关系的影响程度,当为正值时,意味着治理结构发挥的作用是互补性的,反之则为替代性的。

为简化起见,我们将针对最重要的资产报酬率业绩指标加以分析,表3估计了公司治理结构对激励机制的影响。

表3 公司治理结构对激励机制的影响

	因变量:年薪对数		
	股权结构治理	外部董事治理	监事会治理
资产报酬率	0.295 (0.83)	0.995 (4.85)***	0.988 (1.81)**
资产报酬率 _{t-1}	1.128 (3.00)***	0.587 (2.34)**	1.744 (2.86)***
治理结构变量*资产报酬率	0.022 (2.21)**	-0.542 (-0.37)	-0.079 (-0.07)
治理结构变量*资产报酬率 _{t-1}	-0.012 (-0.99)	2.608 (1.29)	-2.103 (-1.53)
最大股东持股比例	-0.007 (-7.66)**	-0.006 (-7.08)**	-0.006 (-7.19)**
董事会规模	-0.020 (-2.97)**	-0.019 (-2.89)**	-0.019 (-2.90)**
外部董事/董事会人数	0.762 (4.17)***	0.636 (3.07)***	0.749 (4.16)***
监事/董事会人数	-0.515 (-5.09)**	-0.457 (-4.51)**	-0.338 (-2.74)**
R ²	0.3946	0.3588	0.3760
观测值	2288	2288	2288

第一,在表2模型1加入最大股东持股比例和当期与上期资产报酬率的交互项之后,方程的估计结果出现了一些变化,当期资产报酬率对高管年薪的影响变得不再显著,上期资产报酬率的影响程度则增加了,但对两者的沃尔德联合检验依然显著,这表明上市公司会计业绩与其高管年薪之间激励机制仍然在发挥作用。同时,我们观察到股权结构对薪酬—业绩关系的影响为正,并且在统计上是显著的。这意味着最大股东治理与薪酬—业绩激励机制之间存在一定的互补性:最大股东持股比例越高,或者说最大股东控制力越强,则上市公司越有可能采取薪

酬与会计业绩挂钩的政策,而更不可能采取缺乏弹性的固定或准固定年薪制度。

第二,外部董事治理、监事会治理与资产报酬率的当期和滞后变量的交互项的系数估计在统计上均不显著,说明外部董事、监事比例对上市公司的薪酬—业绩激励机制的影响是比较有限的。

四、结论

本文研究了中国上市公司高管薪酬与公司激励机制和治理结构之间的关系。研究表明,中国上市公司高管薪酬与会计业绩之间存在显著的正相关关系,但与市场业绩不存在显著关系。这一结果说明,上市公司的市场业绩评价可能含有较多的“噪音”,导致上市公司倾向于采取会计业绩作为激励机制的考核指标。这一点也可以从中国上市公司的薪酬政策实践中得到印证,例如,从20世纪80年代以来在西方国家大行其道的期权激励,在中国则无法开花结果,这与中国证券市场的不完善和不稳定紧密相关。因此,进一步改革与完善中国证券市场,提高证券市场的有效性,将有利于上市公司加强业绩激励机制的运用和提高运用效率。

我们也发现中国上市公司治理机制对高管薪酬存在显著的影响。在股权结构治理方面,最大股东持股比例上升到一定程度上可以降低代理成本,从而用于高能激励的高管年薪减少。在董事会结构方面,董事会规模与高管年薪呈负相关关系,独立董事比例与高管年薪呈显著正向关系,监事比例与高管年薪呈负相关关系。同时,我们进一步考察了上市公司治理结构和不同公司性质对薪酬—业绩激励机制的影响。我们观察到最大股东治理与薪酬—业绩激励机制之间存在一定的互补性,最大股东持股比例越高,最大股东控制力越强,越有利上市公司采取薪酬与会计业绩挂钩的政策。独立董事、监事比例对上市公司的薪酬—业绩激励机制的影响则是比较有限的,前者对激励机制存在微弱的互补性,后者对激励机制存在微弱的替代性。以上研究结果表明,虽然中国上市公司的治理结构对公司治理产生一些正面影响,但如何继续改革与完善中国上市公司治理结构,探索适合中国上市公司的有效治理机制依然是一个长期的艰巨任务。

参考文献:

[1] JENSEN M, WILLIAM M. Theory of the Firm: Managerial

- behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [2] JENSEN M, MURPHY K. Performance pay and top - management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98: 225 - 264.
- [3] KAPLAN, STEVEN N. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States[J]. *Journal of Political Economy*, 1994, 102: 510 - 546.
- [4] HALL, BRIAN J, JEFFREY B LIEBMAN. Are CEOs really paid like bureaucrats? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113: 653 - 691.
- [5] MENGISTAE T, XU L. Agency theory and executive compensation: the case of Chinese state - owned enterprises[J]. *Journal of Labor Economics*, 2004, 22: 615 - 637.
- [6] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司业绩和治理结构[J]. *经济研究*, 2003(4): 31 - 40.
- [7] 李琦. 上市公司高级经理人薪酬影响因素分析[J]. *经济科学*, 2003(6): 113 - 127.
- [8] 李增泉. 激励机制与企业业绩——一项基于上市公司的实证研究[J]. *会计研究*, 2000(1): 24 - 30.
- [9] TOSI L, WERNER S, KATZ J, GOMEZ - MEJIA R. How much does performance matter? A meta - analysis of CEO pay studies [J]. *Journal of Management*, 2000, 26: 301 - 339.

Firm Performance, Governance Structure and Top-management Compensation: an Empirical Study of Listed Firms in China

LAI Pu-qing

(School of Public Administration, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: The paper focuses on the impacts of the incentive mechanism and governance structure on the top-management compensation in Chinese listed firms. The empirical results indicate that the top-management compensation has a positive correlation to accounting performance but not to stock market performance. Accounting performance places a more important role in pay-performance incentive mechanism than stock performance. The listed firms' corporate governance structure has significant impacts on top-management compensation and the pay-performance mechanism is complemented by the ownership structure. We also find that the effectiveness of governance structures in Chinese listed firms is only partially supported by current empirical evidences.

Key words: top-management compensation; firm performance; governance structure

(责任编辑 傅旭东)