

文章编号:1000-582X(2002)11-0090-04

上市公司经营者报酬与公司绩效实证研究^{*}

宋增基, 张宗益

(重庆大学工商管理学院, 重庆 400044)

摘要:在介绍国外经营者报酬理论研究成果的基础上,实证分析了中国上市公司经营者报酬对公司绩效的影响,发现中国上市公司经营者持股对公司绩效没有显著性影响,而经营者年薪对公司绩效具有明显的正向作用,同时发现董事会结构及股东性质对公司经营者所采用的报酬形式具有不同的影响,最后提出了建立适合中国上市公司实际情况的经营者报酬体系的一些建议。

关键词:上市公司;经营者报酬;公司绩效

中图分类号:F276.6

文献标识码:A

1 经营者报酬理论研究的成果

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作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,理论上的解决办法就是将经营者利益尽可能地整合到所有者利益中去,并在两者之间建立敏感的正相关关系。合理的经营者报酬结构能产生有效的激励效应已被西方理论界所证实。

较早开展经营者报酬和企业业绩实证研究工作是 Jensen 和 Murphy(1990),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,得出的结论是:大型公众持股公司的业绩和它们的经营者的报酬有微弱的相关性,具体表现为:1)股东财富每增加 1000 美元,经理的现金报酬增加 0.3 美元,当年和下一年分配的薪水和奖金约增加 0.02 美元,购股权价值增加 0.15 美元。2)激励主要来自经理持有的股份,但是持股比例一般很小,而且在不断下降。在 1986 年,美国 746 位大公司最高经理的中间持股水平为 0.25%,其中 80%的经理持有本企业的股份不足 0.14%,股东财富每年增加 1 000 美元,经理与报酬和股票有关的财富增加 3.25 美元,其中大公司经理增加 1.85 美元,小企业经理增加 8.05 美元。3)虽然奖金约占最高经理薪水的一半,但是,奖金的确定方式

对股票市场价值,合计利润或销售额的变化不非常敏感。4)在纽约股票交易所上市的前 120 家大公司中,内部持股的中等水平从 1938 年的 0.3% 下降到 1984 年的 0.03%。5)经理的报酬业绩敏感度从 1934—1938 年间每 1000 美元变化 17.5 美元下降到 1974—1986 年间每 1000 美元变化 1.9 美分^[1]。Rosen(1992)关于经营者报酬的实证分析的结论是,经理的报酬对股票收益的弹性在 0.10—0.20 之间,换句话说,股票收益率从 10% 涨到 20%,该企业经营者的报酬将增加 1%。这些研究结果表明,经营者的报酬对企业业绩没有表现出较强的激励作用。

与此相反,Hall 和 Liebman(1998)利用美国上百家公众持股的最大商业公司近 15 年的数据,对这些公司的经营者报酬和其相应的公司业绩之间的关系进行了实证研究,得出的结论是,经营者报酬和企业业绩强相关,而这种强关联几乎完全由于所持股票和股票价值的变化引起,尤其是自 1980 年经营者所持股票期权大幅度增加以后,经营者的报酬水平和企业业绩对经营者报酬的敏感度都大幅度地增大,他们用“弹性系数(企业市场价值每增长 1% 相应经营者报酬增加的百分数)”和用“企业市场价值每变化 1 000 美元经营者报酬变化额”两项指标所衡量的经营者报酬和企业业绩的关联度,从 1980 年到 1994 年基本是递增的。他们认为这个结论与 Jensen 和 Murphy 的结论之所以不同,是由于 1980 年以后经营者所持股票权的数量增加的结果。如在其样本企业中,经营者所得到的股票期权奖励比例从 1980 年的 30% 增加到 1994 年的 70%,同期经营者累计所持有股票期权奖励比例从 57% 增

* 收稿日期:2002-09-05

作者简介:宋增基(1965-),男,河南南阳人,博士生。主要从事公司治理研究。

加到 87%，也就是说，股票期权具有强激励作用。经营者报酬结构中增大股票期权的比重，经营者报酬和企业业绩的相关性显著增加^[2]。

Mehran, Hamid(1995)利用 COMPUSTAT 工业档案中的 153 家制造业企业作为样本，对经理人员的报酬结构(而不是报酬水平)与企业业绩的关系进行了实证研究，得出的结论是：企业业绩与经理持有股票期权的比例和经理其它形式的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^[3]。

2 中国上市公司经营者报酬实证分析

2.1 模型

Mehran·Hamid 认为，企业经理人员，尤其是高层管理人员是风险厌恶型的个人，他们希望其报酬结构合理化以承担较小的个人风险。如果给定报酬数量或报酬水平，经理人员偏好固定他们的现金形式的报酬而不是股权形式的报酬，导致这种偏好的原因是股权形式的报酬与公司股票的收益相联系，随股价的变化而变化，这显然在一定程度上超出了经理人员的控制，具有一定的风险。为了降低这种风险，经理人员通过较为保守的经营管理行为降低整个公司的风险。这类行为会导致对企业所有者(股东)股权价值最大化的负面影响。企业股东被认为是风险中立型个人，因为他们可以通过持有不同企业股票的投资组合来分散风险。股东偏好于在经理人员报酬总额中支付较多的股权形式的报酬。由于董事会负责制定报酬计划，所以董事会的组成情况必将影响到管理人员报酬的结构。越来越多的事实证明，非执行部董事比执行董事更独立于最高决策之外，能更好地代表广大股东的利益^[3]。

根据以上分析，作出如下假设：1)非执行董事占主导的董事会更多使用股权形式的报酬；相反，执行董事占主导的董事则代表最高管理层的利益，使用较多的现金形式的报酬。2)当经理人员持有很少部分该企业

股票时，董事会将使用较多的现金形式的报酬。3)我国特有的股权结构(宋增基等,2002)与如何使用报酬形式有关^[4]。

因此，构造如下模型进行实证分析：

$$\ln CS = \alpha_0 + \alpha_1 \ln MH + \alpha_2 PR + \alpha_3 OR + u_1 + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$P = \beta_0 + \beta_1 \ln CS + \beta_2 \ln MH + \varepsilon_2 \quad (2)$$

其中：CS：经理人员的年度现金报酬增长比率，在回归时取其对数。

MH：经理人员持股比例，在回归时取其对数。

PR：为公司股权结构，在回归时，PS 代表公司国有股比例；PL 代表公司法人股比例；PT 代表公司流通股比例。

OR：非执行董事在董事会中的比例。

P：公司绩效，由 Tobin's Q 和资产收益率(ROE)代替。

u_1 ：控制变量，指公司增长机会(Grow)、经营风险(Mkr)和公司规模(Size)。

u_2 ：控制变量，指公司增长机会(Grow)、无形资产比率(RD)、负债比率(Debt)和公司规模(Size)。

式(1)用来检验影响公司经理现金报酬的影响因素，式(2)用来检验年度现金报酬形式对公司绩效的影响。

2.2 样本数据及变量的度量

工业企业是中国上市公司的主体，排除其它行业的干扰，文章所选样本为 1997 年 12 月 30 日前上市的 129 家沪市 A 股上市公司(包括同时发行 B 股)为研究总样本，以 1999 年度为研究窗口，采用截面回归的统计方法。样本数据来自上市公司 1998、1999 年年报。

在国外的此类研究中，通常只考虑 CEO 的年薪状况，而在中国，由于国有企业的生产资料归国民所有，国有企业的委托人和代理人的关系远为复杂。因此，在考虑 CEO 的同时，有必要将年报中公布的现任董事、监事及高级管理人员考虑在内。方程中变量的度量见表 1。

表 1 变量名称、符号及定义

变量	符号	定义
独立变量：		
公司绩效(P)	ROE	净资产收益率 = 净利润 / 净资产
	Tobin's Q	Tobin's Q = (年平均股价 × 年末股本总数 + 年末公司负债) / 年末公司总资产
解释变量：		
高管持股比例	MH	高管持股比例 = 高管持股数之和 / 公司总股本
高管年度薪酬增长率	CS	高管年度薪酬增长率 = (高管人员本年度年薪均值 - 高管人员上年度年薪均值) / 高管人员上年度年薪均值
控制变量：		
财务杠杆	DEBT	资产负债率 = 负债 / 总资产
成长机会	GTOW	净利润增长率 = (本年度净利润 - 上一年度净利润) / 上一年度净利润
公司规模	SIZE	总资产的自然对数
研发广告费	RD	研发广告费比率 = 无形资产 / 总资产
经营风险	MKR	经营风险 = 经营收入变化百分比的标准差

2.3 回归结果与理论分析(见表2、表3)

表2 模型(1)的回归结果

变量	LnCS	LnMH
常数	2.472(4.529)***	3.975(5.723)***
LnMH	-0.259(-2.51)***	
LnCS		-0.365(-0.971)
PS	0.372(1.792)***	-0.546(-0.691)
PL	-0.425(-0.593)	0.365(1.614)***
PT	-0.125(-0.972)	-0.259(-1.014)
OR	-0.456(-3.561)***	0.512(1.851)**
GROW	1.125(1.972)***	1.259(1.872)**
MKR	-0.457(-0.751)	-0.359(-0.621)
SIZE	0.015(1.364)*	0.049(1.216)*
AdjR ²	0.245	0.312
F统计值	12.191***	14.259***

说明:括号内为 *t* 统计值,***,**,*, 分别表示在 1%、5%、10% 置信水平下显著。

表3 模型(2)的回归结果

变量	ROE	Tobin's Q
常数	26.329(1.880)**	13.870(4.811)***
LNCS	0.465(1.721)**	0.215(1.674)**
LNMH	0.321(0.543)	0.248(0.732)
GROW	1.898(0.720)	0.594(0.116)
SIZE	-8.77(-1.424)*	-0.449(-3.328)***
RD	7.26(0.363)	1.037(0.267)
DEBT	-1.985(-0.543)	-3.86(-5.449)
AdjR ²	0.241	0.326
F统计值	2.754**	8.329***

说明:括号内为 *t* 统计值,***,**,*, 分别表示在 1%、5%、10% 置信水平下显著。

从表2看出,经理人员持股比例与年薪收入呈显著负相关,即前面假设2)成立,相反,经理人员年薪收入变化并不影响经理人员持股情况。董事会中非执行董事所占比例愈高,公司更倾向经理人员多持有公司股票,而执行董事比例愈高公司更倾向增加经理人员年薪收入,因而前面假设1)亦成立。有意思的是,国有股份所占比例愈高,与经理人员年薪收入呈正向显著相关性,而与经理人员持股比例无显著性关系,法人股份所起的作用刚好与之相反。这说明国有控股公司的经理人员更注重短期利益,而法人股更愿让经理人员持有公司的股票从而关心公司的长期发展,值得注意的是中国上市公司中社会公众股对公司经理人员的收状况并无显著性影响。

从表3可以看出,公司经理人员年薪确实对公司绩效有显著正面作用,而经理人员持股比例却与公司绩效不存在显著性关系。之所以出现这种情况,我们认为目前中国上市公司经理人员持股过低,起不到应有的激励效果。在我们研究的样本中,经理人员持股比例之和的均值与人均持股比例的均值分别仅为0.075%

和0.012%,远低于国外公司水平。另外,我国绝大多数上市公司目前的持股计划仅是内部职工股的一部分,而不是作为激励制度的一项制度安排,不存在独立的运行机制与制度保障,仅仅作为一种福利形式而存在,而象经理股票期权等长期激励机制在中国上市公司中并没有广泛应用,因此,在激励手段单一的情况下公司只能用年薪来对经理人员进行激励,这样上市公司经理人员过于看重短期行为也就不足为怪了。

3 对完善中国上市公司经理人员薪酬体系的建议

在经济发达国家经理人员的薪酬一般由3种部分构成:基本工资、年度奖金、长期报酬(席酉民,1996)^[5],其中基本工资是经理人员的固定收入,一般以能保证经理人员的基本生活需要为前题,并在一定的时期内保持不变,这部分收入对高层管理人员没有激励效果,但能为他们提供可能的收入,起到保险作用,年度奖金的金额通常是根据企业的短期业绩来确定的,例如一年的会计利润或盈利,并一次性支付。它是与企业业绩直接挂钩的收入部分,具有很大的灵活性,它克服了基本工资作为固定收入缺乏动态弹性的弊端。但是,由于当年奖金的多少主要取决于企业当年的短期业绩,因此很可能导致高层管理人员采取短期化行为,而损害企业的长期利益和可持续发展。由于企业的所有者往往很能获得高层管理人员采取短期行为的信息,在缺乏充分信息的情况下,奖金的给付就会出现与实际业绩不符的情况,奖金这时就不能完全反映经营者当年的真实贡献。为了弥补奖金激励的缺陷,支付给高层管理人员股票和期权等长期报酬常被用来克服经营者行为短期化的问题。支付给高层管理人员股票等于把企业所有者的一部分剩余索取权转让给了管理人员,高层管理人员凭借股份的拥有可以获取资本利益,这样就使高层管理人员的个人利益与企业的经营绩效紧密地联系在一起,使高层管理人员能从关注自身利益的角度出发关心企业的经营绩效,激励高层管理人员为取得其自身收入的最大化而努力工作。期权指的是企业所有者允诺高层管理人员在若干年后将拥有企业的一部分股权。这部分股权的价值实际上是不确定的,取决于未来的经营状况。同时,这部分股权也不能任意带走或变现,只有经营者在本企业任职时才能拥有,退休后方可带走。这种付给高层管理人员期权的方式更能激励高层管理人员与企业长期共存。

建立适合于中国上市公司高层管理人员的薪酬模式,必须考虑经下3个基本原则:1)它应当吸收西方企业成功经验,与国际惯例接轨;2)所设置的薪酬模式必须适应中国上市公司的实际情况;3)所设置的薪酬模式必须切实可行,具有可操作性。要使薪酬对高层管理人员产生有效激励,一方面需要适当提高高层管

理人员的固定工资收入；另一方面必须改善高层管理人员的薪酬结构，使企业家的薪酬收入与企业利润保持正相关关系。为了使高层管理人员的薪酬收入与企业利润最大化的目标尽可能一致，支付给高层管理人员的货币量必须有较大的灵活性和变动性。综合考虑以上因素后，中国上市公司高层管理人员的薪酬结构应当包括以下几个方面：1) 基本工资。中国上市公司高层管理人员应当实行年薪制。高层管理人员的这部分收入应当根据其工作年限、竞争条件、生活费用和工作表现等来合理确定，每年再根据政府所公布的物价指数来进行调整。原则上，高层管理人员的这部分收入应当设置在本行业或本企业职工的平均工资水平之上，但必须注意基本工资也不能向上浮动得太多，否则对高层管理人员就不会产生激励作用，基本工资的另一种确定方法是不考虑高层管理人员所在公司的工资水平，而根据政府公布的企业分类定级标准来确定。2) 奖金。奖金应当是高层管理人员薪酬的重要组成部分，约占高层管理人员薪酬的 25% 左右。它主要是用来奖励高层管理人员的短期成果（通常为 1 年）。奖金的发放可以采取一次付清或分期付款的方式。还可以将一部分奖金以现金的形式发放，余下的部分转变为股权。奖金的数目是可以变动的，其多少由股东大会、董事会确定，具体的发放标准则可以直接根据企业当年的业绩指标如当期的会计利润来确定，也可以根据事先设计的其他类型的奖励方案来确定，但这些方案必须把业绩指标同具体的奖励水平或高层管理人员基薪的百分比相联系。3) 长期报酬。长期报酬和上述的奖金的根本区别是奖励时间的差异。长期报酬的兑现时间一般为 3 - 5 年，也可能在 5 年以上。长期报酬应当占高层

管理人员薪酬的 35% 左右。长期报酬以股票和期权的形式为最佳，这是高层管理人员人力资本参与公司剩余分配的具体形式（宋增基等，2002）^[6]。长期报酬的设置将对高层管理人员产生长期的财产激励，因为股权的价值取决于企业盈利，期权的价值取决于若干年后的盈利情况。这样就可以是高层管理人员的利益与所有者的利益有较高度度的正相关，而且是长期中的正相关。高层管理人员拥有企业一定数目的股权和期权后，他对企业不但负赢而且也负亏，这样就会促使高层管理人员努力追求企业利润最大化和注重企业的长期发展。

当然，要做到建立适合有效的激励性上市公司经理人薪酬体系，还须从股权结构及公司董事会的构成上进行不断完善，只有公司股权结构更加完善才能从根本上改变不合理的经理人员薪酬体系。

参考文献：

- [1] JENSEN M C, MURPHY K J. Performance pay and top-management incentives[J]. Harvard Business Review, 1990, 3(5-6): 138-153.
- [2] HALL B, LIEBMAN J. Are CEOs really paid like bureaucrats [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113: 653-691.
- [3] HAMID MEHRAN, Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38: 163-184.
- [4] 宋增基, 阳小龙. 改善股权结构, 提高上市公司治理效率的对策与方法[J]. 经济论坛, 2002, (11): 17-19.
- [5] 席酉民. 如何确定企业管理者报酬[J]. 中外管理, 1996, (6): 32-35.
- [6] 宋增基, 阳小龙. 经营者激励两种方式的比较及在我国的应用[J]. 技术经济与管理研究, 2002, (2): 40-41.

An Empirical Research on the Relationship Between the Manager Pay and Firm Performance of Chinese Public Companies

SONG Zeng -ji, ZHANG Zong -yi

(College of Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: This paper introduces the theory and research result on the manager pay. The mutual effect between manager pay firm performance is analyzed, and the managerial shareholding has no significant effect on firm performance, but the managerial annual pay has significant positive effect on the firm performance in Chinese public companies. It is found that the board structure and the owner nature have different effect to the style of manager payment. Finally, we put forward some feasible suggestion of building up a set of payment mechanism for Chinese public companies.

Key words: public companies; manager pay; firm performance

(责任编辑 姚 飞)