

影响上市公司高管薪酬相关因素分析*

侯金良

(中国社会科学院 研究生院,北京 100102)

摘要:以净资产收益率、高管持股比例、公司规模、国有股比例和赫德芬指数等为解释变量,利用描述性统计、回归分析和相关性分析等方法,对广州市深、沪上市公司高管薪酬影响因素进行分析,结果表明上市公司高管薪酬与平均净资产收益率、高管持股比例、公司规模、国有股比例和赫德芬指数等因素之间存在相关关系。应以股权分置改革为契机,加快推进以高管期权等为激励手段的长期激励机制建设,并加强公司治理结构建设。

关键词:上市公司;高管薪酬;净资产收益率;高管持股比例;公司规模;国有股比例;赫德芬指数
中图分类号:F224.0;F276.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-6439(2008)06-094-05

Analysis of related factor influencing CEO wages of listed companies

HOU Jin-liang

(Post-graduate School, China Academy of Social Science, Beijing 100102, China)

Abstract: By using net asset earning rate, CEO shareholding rate, company scale, state-owned share-holding rate and Herfindahl index as interpretive variables, by using descriptive statistics, regression analysis and relativity analysis, this paper analyzes CEO wage influencing factors of listed companies in Shanghai and Shenzhen, the results show that there is relation between CEO wage of listed companies and average net asset earning rate, CEO share-holding rate, company scale, state-owned share-holding rate and Herfindahl index. Equity split reform should be an opportunity to accelerate and promote long-term incentive mechanism construction based on CEO stock option and so on and to consolidate company management structure construction.

Key words: listed company; CEO wage; net asset earning rate; CEO share-holding rate; company scale; state-owned share-holding rate; Herfindahl index

对上市公司高管薪酬相关影响因素,中外学者都有大量深入的探讨,研究内容涉及公司业绩、公司规模、股权结构、高管持股水平、经济制度、社会文化、市场成熟度、行业竞争程度、高管层人力资本水平、公司治理结构和管理人员市场化程度等,但研究结论可谓是五花八门,许多问题未成定论。在《2006—2007年度经理人员薪酬报告》(2006—2007 Report on Executive Compensation)中,华信惠悦咨询公司的研究表明,经理从给定时期获取的期权激励

薪酬数量(未必已经到手)与公司的业绩强相关,说明美国经理人员薪酬模式是有效的^[1]。在成熟的西方市场经济国家中,经理人员的薪酬与公司业绩的高度相关已成为共识。在我国,由于选取的样本不同或者研究的区域不同(沿海与内地在市场化程度上有明显差距),关于经理人员薪酬与公司业绩的相关性研究得出的结论不仅不同,有时甚至截然相反。陶金元、魏祥迁和李鹏^[2](2007),胡婉丽、冯书昆和肖向兵^[3](2004),郭福春^[4](2006)等对我国

* 收稿日期:2008-07-07

作者简介:侯金良(1962—),男,河南林州人,中国社科院研究生院,博士研究生,从事会计学研究。

上市公司的研究表明,高管薪酬水平与企业业绩显著正相关;黄蓉和黄伟麟^[5](2006)的研究发现,在我国上市公司中,经营者薪酬和公司绩效之间不存在显著的相关关系;闫丽荣和刘芳^[6](2006)的研究结果表明,国有企业经营者薪酬与公司绩效之间没有显著的正相关关系,而民营企业经营者薪酬与企业绩效之间有显著的正相关关系;上市公司经营者持股对经营者的薪酬没有显著影响,而公司规模对经营者薪酬有显著影响。

本文基于2006年年度报告数据,采用线性模型对广州市28家深、沪上市公司高管薪酬及相关影响因素进行分析和评价。

一、描述性统计分析

1. 数据和变量说明

本文以广州市深、沪上市公司为研究对象,样本公司由2006年底以前广州市在深、沪两市的所有上市公司组成,合计28家,其中,在深交所上市15家,在上交所上市13家。在上交所上市的三家公司的净资产收益(ROE)在数据处理上需要说明:(1)新太科技因负有巨额债务,已被辽宁省大连海洋渔业集团公司申请破产,广州中院已受理破产申请,新太科技的ROE计算已不适用;(2)南方航空2006年扣除非经常性损益的净亏损为5.58亿元,净资产收益率(以扣除非经常性损益的净利润为基础进行计算)为-5.54%;(3)S宝龙2006年亏损2.2亿元,净资产收益率为-204.89%。由于其他25家公司的ROE均为正值,所以南方航空和S宝龙的ROE在散点图上表现为奇异点。

本文有5类研究变量指标。(1)经营绩效(1项):扣除非经常性损益后的(摊薄)净资产收益率ROE,源于年度报告。(2)高管激励水平指标(2项):高管年度薪酬水平XCH,金额最高的前3名董事(含董事长)的报酬总额与金额最高的前3名高级管理人员的报酬总额的平均值(绝大部分公司所披露的薪酬为税前所得,个别公司披露的为税后所得,对于税后所得的薪酬由于调整为税前所得有一定的难度,考虑到不调整对分析不会构成实质性影响,因而对税后所得不再调整为税前所得;在获取高管薪酬数据时,对于披露区间数据的情形,取区间的平均值作为样本值);高管持股比例CHG,上市公司董事、监事、高管所持有公司股份占公司股份总额的比例,源自对年报相关数据的处理。(3)公

司规模指标(1项):公司年末总资产的自然对数ASSET,总资产直接源自公司年报。(4)股权结构指标(3项):国有股比例GYG,上市公司总股本中国家股所占比例;法人股比例FRG,上市公司总股本中公司法人股所占比例;其他内资股比例QTG,上市公司总股本中其他内资股所占比例;数据直接源自年报。(5)股权集中度指标(3项):第一大股东持股比例TOP1HOLD;前三大股东持股比例TOP3HOLD;前三大股东的Herfindahl指数HER,指前三大股东持股比例的平方和再取自然对数,用来解释股权集中度。

2. 统计结果分析

通过对广州市上市公司数据的描述性统计分析(见表1),可以发现下列情况:

表1 广州市上市公司数据的描述性统计结果(28家)

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
XCH	350266.2	197821.9	72000	1083333
ROE	1.53750	41.28641	-204.89	31.32
CHG	7.168277	19.55299	0	72.59
ASSET	21.56880	1.397963	18.62888	25.05657
GYG	19.45036	22.92491	0	63.26
FRG	17.44868	21.44788	0	66.993
QTG	16.50893	22.75986	0	66.33
TOP1HOLD	41.45868	11.96632	20	66.993
TOP3HOLD	58.55375	12.32847	32.09	87.36
HER	7.543405	0.5232	6.49231	8.437004

(1)广州市上市公司高管薪酬较高,公司间的差距巨大。广州市上市公司高管薪酬平均值为35万元,最高年薪108.3万元,最低年薪7.2万元,两极相差15倍。据广东省门户网站发布的消息,2006年广州市职工平均工资3.6万元。可见,广州市上市公司高管的平均年薪是广州市职工平均年薪的近10倍,是全国上市公司高管平均年薪(16.28万元)的2.1倍。

(2)广州市上市公司经营绩效基本达到了全国平均水平。据上海证券报2007年5月16日《上市公司(2006年度)风云榜综述》一文报道,2006年沪深两市加权平均净资产收益率为10.623%,而广州市28家上市公司中25家盈利公司的平均资产收益率为10.139%(见表2),两者基本持平。在采集净资产收益率数据时,采用了数值较小的摊薄平均净资产收益率,这样使得计算结果较加权平均净资产收益率要小。净资产收益率略低于全国平均水平,

而高管平均薪酬是全国高管平均薪酬的 2.1 倍,除了反映出改革开放窗口城市——广州整体收入水平较高外,也表明广州市上市公司中存在着过度激励问题。

表 2 广州市上市公司数据的描述性统计结果(25 家)

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
XCH	362938.1	197576.8	149200	1083333
ROE	10.1392	7.928922	0.25	31.32
CHG	8.01635	20.56975	0	72.59
ASSET	21.61913	1.092262	19.60265	23.74012
GYG	18.7	23.08647	0	63.26
FRG	17.63212	21.66709	0	66.993
QTC	17.3316	23.51353	0	66.33
TOP1HOLD	41.48812	12.33303	20	66.993
TOP3HOLD	57.297	12.14729	32.09	87.36
HER	7.51487	0.53808	6.49231	8.437004

(3) 高管持股比例过低,无法发挥股权对高管的长期激励作用,不利于公司的可持续发展。广州市上市公司高管的平均持股比例仅为 7.17%,且分布不均衡。大于 1% 比例的共 4 家,分别为海鸥卫浴 72.59%、七喜控股 65.98%、金发科技 44.76% 和达安基因 8.43%;另有 7 家高管未曾持股。剔除上述 4 家,高管平均持股仅为 0.37%;若再剔除高管未持股的 7 家公司,高管平均持股也仅为 0.53%。在广州市上市公司中有几家董事、监事和高管未持股,而年龄接近 60 岁,但薪酬远远大于高管的平均薪酬,这反映出“59 岁现象”尚未能根除。从完善公司治理机制的大局出发,应加大高管的股票期权激励比重,减少高额现金激励,这样可以实现高管和股东利益的趋同,避免高管利用内部人控制侵害股东的利益。

(4) 广州市上市公司股权相对集中,一股独大现象普遍。第一大股东平均持股比例为 41.5%,前三大股东平均持股比例为 58.6%。28 家上市公司的第一大股东控股比例均在 20% 以上,其中 8 家公司的第一大股东控股比例超过 50%,即 28.6% 的公司第一大股东为绝对控股,另外 71.4% 的公司第一大股东为相对控股。在一股独大的情况下,若公司治理不规范,容易发生母公司利用关联交易、资产重组、提供担保、投资等方式直接或间接侵占上市公司资产,这在我国上市公司中已屡见不鲜。克服一股独大是强化公司规范运作的一项重要手段。

二、相关和回归分析

1. 研究设计

(1) 研究假设

基于上述分析,本文运用线性回归方法及模型影响评价理论来论证广州市上市公司高管薪酬与公司经营绩效、公司规模、高管持股比例、国有股比例和赫德芬指数等之间的相关关系。在建模之前,首先提出以下五项假设,拟通过建模加以验证。

假设 1:广州市上市公司高管年薪与公司经营绩效之间存在显著的正相关关系。根据委托代理理论,公司董事会为了实现股东利益最大化,应与高管签订合同,高管按照公司绩效获取薪酬,公司绩效越好,高管薪酬越高。

假设 2:广州市上市公司高管年薪与公司规模(ASSET,公司期末总资产的对数形式)之间存在显著的正相关关系。一般说来,公司规模越大,管理的复杂程度越高,对管理者的能力要求较高,管理者要求的薪酬也相应较高。

假设 3:广州市上市公司高管年薪与国有股比例之间存在负相关关系。由于我国大部分公司上市初始的一个主要目的是为大中型国有企业筹集经营资金,致使多数上市公司是国有控股公司,且多数公司的高管由党政组织部门任命,而非来自人才市场,不少高管任职期满可以重返党政机关。这使得国有控股公司高管年薪不能代表市场上高管的年薪。

假设 4:广州市上市公司高管年薪与其持有的股份存在正相关关系。高管持有公司的股份越多,其利益与股东利益越一致,其管理行为越趋于实现股东价值最大化。在西方市场成熟的国家,高管持有的股票期权约占其年薪的 30%,高管年薪与其所持股份之间有强相关关系。

假设 5:广州市上市公司高管年薪与赫德芬指数之间存在正相关关系。一般说来,赫德芬指数越高,公司市场控制力越强,公司获取的经济利益也就越多,公司高管的薪酬也就越高。例如,金融、电信、石油、钢铁、电力、航空运输、烟草等行业高管的薪酬均较高。

2. 研究模型

根据上述五项假设可以建立下列模型^[7]:

$$XCH = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 ASSET + \beta_3 GYG + \beta_4 CHG + \beta_5 HER + \varepsilon$$

其中, β 为各解释变量的参数, ε 为方程的残

差。对此模型的参数,本文采用 STATA 软件进行了估计和检验。

3. 回归分析和检验

对变量间的相关分析结果(见表3)表明,高管薪酬与扣除经常性损益后的(摊薄)平均净资产收益率、法人股比例、第一大股东持股比例、前三大股东持股比例、公司规模和赫德芬指数呈正相关关

系,与国有股比例、高管持股比例和其他内资股比例呈负相关关系。其中,高管薪酬与公司规模相关性最强,相关系数为 0.502。从表3中,我们还可以发现,ROE 与 ASSET 之间、GYG 与 TOP1HOLD 之间、FRG 与 TOP1HOLD 之间、TOP1HOLD 与 HER 之间、TOP3HOLD 与 HER 之间、CHG 与 QTG 之间都存在着强相关关系。

表3 变量间相关系数表(28家)

	XCH	ROE	CHG	ASSET	GYG	FRG	QTG	TOP1	TOP3	HER
XCH	1.0000									
ROE	0.3455	1.0000								
CHG	-0.0110	0.1328	1.0000							
ASSET	0.5020	0.4285	-0.1036	1.0000						
GYG	-0.0535	0.1524	-0.3203	0.2663	1.0000					
FRG	0.4157	-0.2288	-0.2373	0.0889	-0.5321	1.0000				
QTG	-0.1854	-0.0946	0.5631	-0.2561	-0.5908	-0.2254	1.0000			
TOP1	0.3714	-0.0426	-0.2537	0.4968	0.2974	0.2897	-0.3432	1.0000		
TOP3	0.2176	-0.1904	-0.0073	0.3657	0.1492	0.1285	-0.0502	0.6202	1.0000	
HER	0.3269	0.1186	-0.1609	0.4307	0.2775	0.1796	-0.2375	0.9077	0.8286	1.0000

广州市上市公司高管薪酬与公司绩效之间呈正相关关系,证明本文的假设1基本成立。广州市上市公司的高管薪酬与公司绩效的相关系数为 0.3455,若剔除三家 ROE 异常的公司(S宝龙的 ROE 为 -204.89%,南方航空的 ROE 为 -5.54%,新太科技因不适用而未披露),相关系数为 0.442(见表4)。尽管 CHG 与 ROE 之间存在着正相关关系,但个体间差异较大。比如:南方航空的 ROE 为

-5.54%,高管年薪高达 46.8 万元;广州钢铁的 ROE 仅为 0.25%,高管年薪高达 29 万元;白云山制药的 ROE 仅为 1.87%,高管年薪高达 39.8 万元;而海鸥卫浴的 ROE 高达 18.72%,高管年薪仅为 31 万元;广船国际的 ROE 为 31.32%,高管年薪仅为 35 万元。高管年薪表现出差距大、与 ROE 相关性不太强的特性。

表4 变量间相关系数表(25家)

	XCH	ROE	CHG	ASSET	GYG	FRG	QTG	TOP1	TOP3	HER
XCH	1.0000									
ROE	0.4422	1.0000								
CHG	-0.0373	0.2993	1.0000							
ASSET	0.4289	0.3466	-0.1595	1.0000						
GYG	-0.1298	0.0618	-0.3271	0.1320	1.0000					
FRG	0.5334	-0.0698	-0.2543	0.3262	-0.4931	1.0000				
QTG	-0.1791	-0.0334	0.5690	-0.2542	-0.5707	-0.3110	1.0000			
TOP1	0.3665	-0.0512	-0.2636	0.5520	0.3006	0.3054	-0.3727	1.0000		
TOP3	0.2792	0.2075	0.0341	0.4519	0.1178	0.1435	-0.0312	0.6326	1.0000	
HER	0.3639	0.0950	-0.1456	0.5233	0.2701	0.1898	-0.2427	0.9184	0.8220	1.0000

为了避免奇异值对回归的影响,本文将 S 宝龙、南方航空和新太科技三个样本剔除,得出的回归方程如下:

$$XCH = -1000281 + 11442ROE - 2100CHG + 20135ASSET - 2830GYG + 117323HER \\ (-1.32)(2.23)(-1.07)(0.49)(-1.7)(1.5)$$

$$R^2 = 0.4181 \quad \text{Adj } R^2 = 0.265 \quad F(5, 19) = 2.73$$

对回归结果进行 F 检验,只有 ROE 可以通过显著性检验,其余均不能通过检验,即净资产收益率对高管薪酬有显著影响,其余因素对高管薪酬的影响不显著。

此外,从 $R^2 = 0.4181$, $\text{Adj } R^2 = 0.265$ 来看,回归方程的拟合优度也不够好。从 β 值的估计结果看, ROE 的 $\beta = 0.459$,较其他 β 值要大,说明 ROE 解释 XCH 的能力更强。

为了提高回归方程的适用性,同时使得回归结果通过 F 检验和 t 检验,我们可以将方程(1)精简为下列形式: $XCH = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 HER + \varepsilon$

回归结果为:

$$XCH = -637355.2 + 10249.87ROE + 119279.2HER \\ (-1.29) \quad (2.30) \quad (1.81)$$

检验结果表明:高管薪酬与净资产收益率、赫德芬指数之间呈线性关系;高管薪酬与净资产收益率之间呈显著线性关系,高管薪酬与赫德芬指数之间线性关系不显著。

4. 高管薪酬与净资产收益率的等级相关分析

从 XCH 和 ROE 双变量的散点图看,二者的关系呈星云状,表现出正相关关系,但线性关系不明确。采用 STATA 的等级相关命令, $\text{spearman } ROE$ XCH 和 $\text{ktau } ROE$ XCH 分别进行等价相关分析,求得 Spearman's rho = 0.32; ROE 和 XCH 相互独立的 H_0 检验结果 $\text{Prob} > |t| = 0.1189$ 。同时,求得 Kendall's tau - b = 0.22 ROE ; XCH 相互独立的 H_0 检验结果 $\text{Prob} > |z| = 0.129$ 。两个等级相关系数不等,但有函数关系。

结论: XCH 与 ROE 相关, ROE 越高, XCH 就越高。

三、基本结论和政策建议

1. 基本结论

上述实证分析结果基本上反映了 2006 年度广州市上市公司高管薪酬与净资产收益率等因素的相关关系。(1)总体上看,广州市上市公司高管薪酬与公司经营绩效——扣除非经常性损益后的(摊

薄)平均净资产收益率、高管持股比例、公司规模、国有股比例和赫德芬指数等因素之间存在相关关系。(2)检验表明,高管薪酬与净资产收益率之间存在线性相关关系。这证明了假设 1 的成立。(3)广州市上市公司高管薪酬与公司规模之间呈正相关关系,检验结果不显著。(4)广州市上市公司高管薪酬与国有股控股比例之间呈负相关关系,检验结果不显著。(5)广州市上市公司高管薪酬与高管持股之间存在较弱的负相关关系,检验结果不显著。(6)广州市上市公司高管薪酬与赫德芬指数之间呈正相关关系,检验结果不显著。

2. 政策建议

(1)以股权分置改革为契机,加快推进以高管期权等为激励手段的长期激励机制建设,使高管的薪酬发挥激励适度而不过度的作用。

(2)加强公司治理结构建设,使高管的薪酬发放有章可循,克服当前部分高管自定薪酬,导致薪酬与公司绩效不相干,甚至出现业绩下滑、薪酬上涨的怪现象。

参考文献:

- [1] Watson Wyatt. 2006—2007 Report on Executive Compensation[OL]. <http://www.watsonwyatt>.
- [2] 陶金元,魏祥迁,李鹏. 中国上市公司业绩与高管薪酬相关性分析[J]. 华东经济管理,2007(5).
- [3] 胡婉丽,汤书昆,肖向兵. 上市公司高管薪酬和企业业绩关系研究[J]. 运筹与管理,2004(6).
- [4] 郭福春. 风险、相对业绩与高管薪酬[J]. 浙江社会科学,2006(2).
- [5] 黄蓉,黄伟麟. 对经营者薪酬与企业绩效关系的一点看法[J]. 特区经济,2006(8).
- [6] 闫丽荣,刘芳. 上市公司经营者薪酬激励与公司绩效相关性的实证研究[J]. 统计与信息论坛,2006(1).
- [7] 李忠民,翟倍,武增海. 上市公司高管薪酬影响因素的实证研究[J]. 经济与管理研究,2006(1).

(责任编辑:夏冬)