

公司高管薪酬、业绩与 董事会特征间关系的实证研究

史晓明 尼楚君

(南京审计学院 南京 211815 南京农业大学经济管理学院 南京 210095)

【摘要】 本文选择 1 179 家上市公司作为研究样本,以 2007~2009 年作为时间窗口,考察董事会特征对高管薪酬业绩敏感性的影响,发现控制董事会规模、董事长和总经理两职分离、提高独立董事比例以及设置薪酬委员会可以提高高管薪酬业绩敏感性。

【关键词】 董事会特征 高管薪酬 业绩敏感性

企业所有权与经营权的分离导致管理层的行为目标可能与所有者的目标发生背离与冲突,并由此产生了大量的代理成本。减少代理成本最有效的方法就是股东与管理层通过激励性的“报酬-绩效”契约,激励管理层选择和实施可以增加股东财富的决策,从而使两者的利益趋于一致。在“报酬-绩效”契约下,高管的报酬将根据公司的经营绩效来确定。董事会在公司治理中处于核心地位,负责考核管理层并为之制定薪酬制度。本文探讨何种董事会结构能够提高高管薪酬业绩敏感性,减少高管与股东之间的利益冲突。

一、研究假设

20 世纪 80 年代国外学者开始关注高管薪酬与公司业绩之间的关系问题。Murphy(1985)、Crystal(1991)、Josscow(1993)和 Hall、Liebman(1998)等通过实证研究发现,高管薪酬与企业业绩之间存在显著的正相关关系,企业业绩越好,高管薪酬越高,薪酬对业绩的敏感程度很高。在国内,薛求知、韩冰洁(2007)、唐清泉、朱瑞华、甄丽明(2008)等利用我国上市公司的数据进行实证研究也得出了类似的结论。

董事会规模是影响董事会效率的一个重要因素。相对于小型董事会,大型董事会的协调成本会更高,其董事参与决策、监控的积极性或多或少会受到一些不利的因素,从而会阻碍董事会功能的正常发挥。Lipton(1998)指出,当董事会的规模超过 10 人时,因协调和沟通所带来的损失会超过人数增加所带来的收益,董事会因而会变得缺乏效率,并且也更容易被公司经理所控制。因此本文提出假设 1:相对于小规模董事会,大规模董事会的高管薪酬与公司业绩的关联性较弱。

董事长与总经理的人选是否分离反映了董事会的独立性,体现了公司的经营管理能力和水平。证监会把总经理与董事长由不同的人员任职作为完善公司治理结构的一个重要措施。两职合一说明上市公司的治理结构尚不健全,董事长可能会对董事会施加一定的影响,以压制其他董事和股东对其另一种角色即总经理(总裁)的监督,从而影响董事会作用的正常发挥,削弱董事会的监管力度。因此提出假设 2:董事长与

总经理两职合一会降低高管薪酬业绩敏感性。

独立董事制度建立的意义在于协调经理层与股东之间的利益冲突,引入外部力量限制控股股东以及企业管理层的权利、监督他们的行为、保护中小股东的权益、完善上市公司的治理结构。独立董事来自企业外部,大多都是由具有丰富知识与管理经验的专家、学者担任,他们独立于大股东、经理层,从理论上来说能够更有效地监督经营者,避免“内部人控制”。因此,独立董事是保证董事会高效运转的重要条件,董事会的独立性越高,越有可能为管理者制定合理的薪酬体系,提高高管薪酬的业绩敏感性。基于以上分析,提出假设 3:独立董事比例较高的公司,高管薪酬对公司业绩的敏感程度较高。

薪酬委员会是在董事会内部设立的,旨在评价董事、高级管理人员的绩效,负责制定和审查董事会成员及高级管理人员的薪酬政策与方案的一个专门机构,对董事会负责,是现代公司治理中对经营者权力的内部监督和制衡。薪酬委员会的主要工作是制定合理的薪酬政策,使这个政策符合股东利益。薪酬委员会通常履行的职责有审查和批准与高管薪酬相关的公司目标,根据公司的目标评估高管绩效的表现,根据评估单独或其他独立董事一起决定和批准高管的薪酬,此外,还向董事会推荐高管人员之外的人员薪酬计划。在美国,薪酬委员会还必须依照要求向证券交易委员会提交一份薪酬委员会的报告。根据以上分析,提出假设 4:设立薪酬委员会的公司,高管薪酬与公司业绩关联程度较高。

二、研究设计

1. 样本选择与数据来源。 本文选择 2006 年 12 月 31 日前在沪深两市上市的 A 股公司作为研究对象,选择 2007~2009 年作为时间窗口,剔除金融、保险类上市公司、ST 和 *ST 上市公司以及数据缺失和异常的样本,总共获得 1 179 家上市公司作为研究样本,3 年合计 3 537 个年度观测值。研究所需数据来源于 CCER 一般上市公司财务数据库和公司治理数据库。

2. 变量定义。 我国证券市场发展时间较短,信息披露制度还不成熟、不完善,上市公司年报披露的管理层的报酬情况

比较简单,只有年度现金报酬,没有基于权益的薪酬。因此本文对于高管薪酬的衡量仅限于上市公司年报中披露的货币性年度报酬,包括工资和奖金等。并利用年报披露的“金额最高的前三名高级管理人员薪酬总额”,取其平均值的对数来衡量高管薪酬业绩敏感性。

从董事会规模、董事会独立性、两职合一情况以及薪酬委员会设置情况四个方面来反映董事会特征。Lipton(1998)指出当董事会的规模超过10人时,董事会效率将会下降。根据董事会的人数将样本分为两组,超过10人的取1,否则取0;反映董事会特征的其他三个方面的变量取值方法见表1:

表1 变量列表

变量类型	变量符号	变量定义
因变量	PAY	前三名高管薪酬总额的平均值取对数
自变量	DBS	董事会人数超过10人时取1,否则取0
	DUAL	董事长、总经理两职合一时取1,否则取0
	ID_R	独立董事比例超过1/3时取1,否则取0
	RAC	设立薪酬委员会时取1,否则取0
控制变量	ROE	净资产收益率
	SIZE	期末总资产取对数
	INDU	虚拟变量,选择农林牧渔业作为基准行业,属于某一行业时取1,否则取0
	YEAR	虚拟变量,选择2007年作为基准年度,属于某一年度时取1,否则取0

3. 模型构建。为了验证假设,本文构建如下模型:

$$PAY = \beta_0 + \beta_1 F_1 + \beta_2 ROE + \beta_3 SIZE + \beta_4 \sum INDU + \beta_5 \sum YEAR + \varepsilon$$

其中, F_i 表示董事会各特征标量, $i=1, 2, 3, 4$ 。 F_1 分别表示董事会规模(DBS)、两职合一(DUAL)、独立董事比例(ID_R)、薪酬委员会设置情况(RAC)。

三、实证分析

实证分析的回归结果如表2所示。所有模型均在1%水平上通过了显著性检验,调整后的 R^2 大于0.2,表明模型具有较强的解释能力。高管薪酬与企业业绩均显著正相关,表明我国上市公司在为高管制定薪酬时都考虑了公司业绩,高管薪酬与企业业绩密切相关。

模型1反映了董事会规模对高管薪酬业绩敏感性的影响,董事会规模与企业业绩交叉项的系数显著为负,表明相对于大规模董事会,小规模董事会治理效率较高,小规模董事会公司的高管薪酬与企业业绩之间的敏感程度更高,从而验证了假设1。

在模型2中,两职合一与公司业绩交叉项的系数显著为负,表明两职分离公司的高管薪酬对企业业绩更敏感,两职合一降低了高管薪酬与企业业绩的敏感程度,这验证了假设2。

在模型3中,独立董事比例和企业业绩交叉项的系数为0.149,且在1%水平上显著,说明独立董事比例较高,高管薪酬业绩敏感度也较高,因此假设3成立。

在模型4中,未设置薪酬委员会的公司高管薪酬业绩敏感性为0.682,而设置薪酬委员会的公司高管薪酬业绩敏感性为1.285,这一结果表明设置薪酬委员使得高管薪酬与公司业绩关联性程度加强,即验证了假设4。

表2 回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4
ONSTANT	6.141*** (30.942 47)	6.289*** (31.424 87)	6.204*** (30.935 68)	6.165*** (30.731 89)
DBS·ROE	-1.077*** (-8.796 489)			
DUAL·ROE		-0.302*** (-6.501 931)		
ID_R·ROE			0.149*** (2.923 947)	
RAC·ROE				0.603*** (1.766 677)
ROE	1.135*** (9.350 623)	0.320*** (7.724 580)	0.056*** (2.743 528)	0.682** (1.998 475)
SIZE	0.255*** (28.932 22)	0.249*** (27.919 26)	0.253*** (28.356 80)	0.255*** (28.545 24)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.255 719	0.248 387	0.241 205	0.240 036
F-statistic	81.993 05	78.903 30	75.934 80	75.457 00
Prob.	0.000	0.000	0.000	0.000
DW值	1.856 210	1.853 293	1.851 300	1.849 094

注:***表示在1%水平上显著。

四、研究结论

通过以上实证分析发现:董事会对高管薪酬业绩敏感性具有显著影响,大规模董事会、两职合一降低了高管薪酬对企业业绩的敏感程度,而提高独立董事比例、设置薪酬委员会能够提高高管薪酬对企业业绩的敏感程度。

为了提高高管薪酬业绩敏感性,降低管理层与股东之间的利益冲突,应该进一步完善董事会结构,提高独立董事比例,在合理范围内控制董事会的规模,提高董事会的效率;避免董事长、总经理两职合一,使董事会能够对高管更好地发挥监管作用;加强独立董事制度建设,为独立董事发挥作用创造良好的环境,进一步规范和加强薪酬委员会的制度建设,提高其独立性,促进其规范有效地运作。

主要参考文献

1. Lipton, Lorsch. A modest proposal for improved corporate governance. Business Lawyer, 1992; 1
2. 黄志忠, 郝群. 薪酬制度考虑外部监管了吗——来自中国上市公司的证据. 南开管理评论, 2009; 1
3. 赖普清. 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. 重庆大学学报(社会科学版), 2007; 5
4. 唐清泉, 朱瑞华, 甄丽明. 我国高管人员报酬激励制度的有效性——基于沪深上市公司的实证研究. 当代经济管理, 2008; 2