

上市公司高管薪酬影响因素研究

梁杰(教授) 田秋宇

(沈阳工业大学 沈阳 110870)

【摘要】本文对公司规模、上市年限、所有制性质、公司业绩、成长性能力、独立董事比例以及高管持股比例与高管薪酬的相关关系进行了实证分析,为高管薪酬制度的进一步完善提供借鉴。

【关键词】高管薪酬 公司规模 上市年限 持股比例 敏感性检验

高管作为一种稀缺的人力资源对企业的生存与发展起着至关重要的作用,近年来,国内学者关于高管薪酬影响因素的研究范围、内容都在不断深入,但对于公司成长能力、上市年限、治理结构的研究还比较少,关于不同上市公司高管薪酬影响因素的截面差异如在何种公司规模下对高管薪酬的影响显著这些问题都值得进一步研究。

一、高管薪酬影响因素研究综述

国外关于高管薪酬影响因素的研究起步较早,范围较广,而且所运用的研究方法、研究理论较为深入。Carroll(1980)分析了1981年10个主要行业的140个CEO的薪酬决定因素,用财务绩效(ROE)作为绩效度量变量,结论认为高管薪酬与企业业绩之间不存在显著关系。Kroll、Wright(1990)研究表明,企业规模对高管薪酬的影响比绩效影响更大,即使企业绩效恶化,公司规模的扩大还是能使高管薪酬上升。Carpenter等(2002)认为,高管团队薪酬影响因素的控制变量中公司规模、多元化和董事会结构等对高管薪酬的影响程度最深。

国内关于高管薪酬影响因素的研究虽在研究方法、研究深度上存在不足,但近些年对高管薪酬影响因素的研究成果也在显著提升,研究范围也在不断拓宽。高雷、宋顺林(2007)选取A股上市公司2002年、2003年的数据,研究得出高管薪酬与当年的会计绩效显著正相关,但与会计绩效的变化之间的关系不稳定,不同性质和规模的公司薪酬绩效联系不同。骆正清、刘芳君(2010)对我国上市公司2008年年报数据进行实证分析,结果表明高管薪酬与公司规模存在显著正相关关系,与国有股比例存在负相关关系,与公司业绩没有显著关系。

二、高管薪酬影响因素实证分析

本文研究的样本选自2009年沪深股市的978家A股上市公司。为了使研究结果更加准确,本文剔除了业绩较差的ST和PT公司、金融类上市公司、高管持股为0的上市公司、净资产收益率为负值的同时在B股和H股发行以及所需数据缺失的上市公司。

1. 变量设计及研究假设提出。

(1)公司规模(SIZE)。公司规模越大涉及的管理问题就越多,对高管能力要求就越高、责任就会越大,其所付出的时

间和精力也会增多,相应的,高管所具有的权力和威望就越大,其利用权力所获取的薪酬也就会越高。

假设1:高管薪酬与上市公司规模呈正相关关系。

(2)上市年限(AGE)。一般上市较早且年限较多的公司经营业绩、资产规模和管理机制都相对较优,因此公司就会具有支付更高薪酬给高管人员的能力。公司上市较早、年限较多在一定程度上可以反映出高管的个人能力和努力程度。

假设2:高管薪酬与上市公司上市年限呈正相关关系。

(3)所有制性质(SOE)。国有企业在我国上市公司中所占比重较大,然而其行业竞争程度、市场化程度都较低,因此造成高管市场价格信息反应较慢、信息传输的速度较慢、高管人员工资调整速度也相应较慢的局面。

假设3:上市公司高管薪酬与公司所有制性质有关。

(4)财务绩效(ROE)。委托代理理论中指出契约模型要建立在薪酬水平与公司经营业绩挂钩的基础上。同时,财务绩效是公司控制中重要的一部分,它不仅是利益相关者群体沟通的一部分,也是高管为了追求满意业绩的重要动力。

假设4:高管薪酬与上市公司财务绩效呈正相关关系。

(5)成长性能力(GROWTH)。随着企业竞争不断加剧,高增长所带来的高利润在短期内并不明显,但是在长远来看会增长企业的实力,所以企业为了自身的长远发展会给予高管人员一定的奖励。

假设5:高管薪酬与上市公司成长性呈正相关关系。

(6)高管持股比例(MSR)。高管持股就是将高管提升为公司的所有者,成为公司利益相关者中重要的一部分。高管人员在追求自身利益的过程中会促使公司的利润不断增长,但如果高管的货币报酬较多时高管持股比例会相应减少,否则高管薪酬对高管的吸引力就会降低。

假设6:高管薪酬与高管持股比例呈负相关关系。

(7)独立董事比例(DLDS)。独立董事属于外部董事的一部分,独立董事设立的目的是为了能够更好地维护公司利益相关者的利益,为公司创造更高的利润,也就是说公司独立董事的比例越高,对公司管理层的监管力度就会越大。

假设7:高管薪酬与独立董事比例之间存在正相关关系。

2. 模型构建与回归分析结果。 $\ln AP = a + a \cdot SIZE + a \cdot SOE + a \cdot AGE + a \cdot ROE + a \cdot GROWTH + a \cdot DLDS + a \cdot MSR + e$

以 2009 年的数据为研究对象的回归分析结果见表 1:

表 1 模型回归结果

自变量	Person 系数	T 值	Sig.
C	13.137	70.372	0.000
SIZE	7.05	5.56	0.000
SOE	0.104	1.96	0.05
AGE	0.014	2.567	0.01
ROE	3.657	11.393	0.000
GROWTH	0.005	0.105	0.916
DLDS	0.205	0.47	0.639
MSR	-0.045	-0.214	0.831

可以看到,公司规模(SIZE)回归系数为正,假设 1 得到支持,表明大型公司的高管容易获得更高的薪酬。上市年限(AGE)回归系数为正,这一结果与假设 2 一致。上市公司所有制性质(SOE)与高管薪酬存在相关关系,然而国有上市公司的高管薪酬比非国有上市公司的高管薪酬高,支持了假设 3。净资产收益率(ROE)的回归系数为正,并具有显著性,假设 4 得到验证,表明上市公司业绩越好,高管薪酬越高。成长性能力(GROWTH)与高管薪酬呈正相关关系,但是回归结果并不显著,说明上市公司成长性能力越强,高管薪酬越高。独立董事比例(DLDS)、高管持股比例(MSR)的回归结果与假设 6、假设 7 均一致,具有相关关系。DLDS、MSR 均是与上市公司的治理有关的因素,因此可以认为上市公司治理对高管薪酬的影响并不显著。

3. 不同上市公司截面差异分析。

(1)不同上市公司规模截面差异分析。

假设 8:当公司达到一定规模时,公司规模对高管薪酬产生较为显著的影响。

公司规模的大小会影响高管权力的大小、获取利润的多少、努力程度以及高管薪酬的激励效果,因此公司在何种规模下对高管薪酬的影响最显著值得研究。其回归结果见表 2:

表 2 2009 年不同公司规模的截面差异回归结果

资产规模	Person 系数	T 值	Sig.	DW
小于 20 亿元	3.274	4.263	0.000	1.898
20 亿~50 亿元	16.682	0.194	0.194	1.811
50 亿元以上	2.81	2.082	0.038	1.931

可以看出,不同公司规模下高管薪酬所受到的影响是否显著是不同的。在公司资产小于 20 亿元以及大于 50 亿元时对高管薪酬的影响是显著的,而公司规模在 20 亿~50 亿元时对高管薪酬的影响则不显著,假设 8 得到了验证。

(2)不同持股比例截面差异分析。

假设 9:上市公司高管持股比例达到一定水平时,对公司高管薪酬产生比较显著的影响。

根据 Morck 和 Vishy(1988)的研究发现:高管持股比例

在 0~5%的区间时,托宾 Q 值与高管薪酬呈正相关关系;在 5%~25%区间时,呈负相关关系;而当大于 25%时则呈正相关关系。因此,高管持股在不同比例下对高管薪酬的影响是否显著是存在差异的。其回归结果见表 3:

表 3 2009 年不同持股比例的回归结果

持股比例	T 值	Sig.	DW
大于 5%	-2.51	0.013	2.02
0.1%~5%	0.125	0.901	1.909
小于 0.1%	-0.365	0.715	1.84

在之前做的相关关系的回归分析中高管持股比例虽然与高管薪酬的关系不显著,但表 3 显示大于 5% 的持股比例下高管持股对高管薪酬的相关关系是显著的,而在其他两个区间对高管薪酬的影响均不显著。假设 9 得到验证。

4. 敏感性检验。用销售收入总额代替公司总资产来作为反映公司规模指标,重复所做的回归分析,得出的实证结果与用销售收入总额作为公司规模指标来研究公司规模对高管薪酬的影响时的研究结果是一致的,得出的结论均是高管薪酬与公司规模呈正相关关系。此外,还可用总资产收益率代替公司净资产收益率来作为反映公司规模指标,重复所做的回归分析,其研究结果是一致的。

三、结论

1. 通过高管薪酬影响因素相关关系实证研究发现,上市公司规模、上市年限、所有制性质以及公司业绩与高管薪酬呈正相关关系,而且通过 5% 的显著性检验。此外,在对公司规模分区间进行截面差异分析时发现,高管薪酬因为公司规模的不同显著性存在差异。

2. 高管薪酬受上市公司所有制性质的影响,但在研究中发现国有控股上市公司高管薪酬水平高于非国有控股上市公司,这与以往研究结论有所不同。这说明,近些年随着市场竞争越来越激烈,国有上市公司为了在竞争中留住现有人才,不断采用提高高管薪酬的手段激励高管人员。

3. 上市公司的治理因素对高管薪酬的影响不大。本文对公司治理因素与高管薪酬的关系进行实证研究结果均不显著,但对高管持股比例进行截面分析时发现,高管持股比例在 5%水平上影响显著,可见我国上市公司的高管薪酬受高管持股比例的影响还处于“初级阶段”。

【注】本文系 2010 年沈阳科技计划项目(项目编号:F10-193-5-52)与 2010 年辽宁省科技计划项目、辽宁经济转型路径研究(项目编号:2010401029)阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Carroll. The Determinants of Executive Salaries; an Economic Survey. The Review of Economics and Statistics, 1980; 2
2. 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效. 经济研究, 2000; 3
3. 高雷, 宋顺林. 高管报酬激励与企业绩效——来自中国上市公司的证据. 财经科学, 2007; 4