

关于上市公司高管薪绩敏感度 “横向不对称性”的实证分析

柯轶超 王申晨

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】 基于业绩的薪酬机制是减少代理成本的手段。本文以 2008 到 2010 年间我国沪深两市上市公司作为样本,研究当上市公司业绩高于行业平均业绩而表现为正向业绩、业绩低于行业平均业绩而表现为负向业绩时高管薪绩敏感度是否具有差异,即薪绩敏感度是否具有“横向不对称性”,以及薪绩敏感度在不同所有制企业的情况。通过实证分析得出,上市公司表现为正向业绩时的薪绩敏感度比负向业绩时的大,为正向业绩时民营企业薪绩敏感度大,为负向业绩时国有企业薪绩敏感度大。

【关键词】 薪绩敏感度 横向不对称性 民营企业 国有企业

一、引言

现代公司的出现促进了企业生产效率的提高,但委托代理问题也由此应运而生。由于委托人和代理人之间目标的不一致、公司契约的不完备性和信息的不对称性,代理人可能忽视甚至损害委托人的利益以实现其自身利益最大化。要解决委托代理问题,必须使经理人的利益与企业利益趋于一致,有效激励和约束代理人。斯蒂芬·P·罗宾斯(1997)曾对 80 项激励措施对企业生产力的影响进行研究,结果表明,薪酬激励使生产力水平提高的程度最大,达到近 30%,而其他激励方法仅能提高 8%至 16%不等。薪酬激励在公司治理中的作用是显而易见的。

理论上,良好的薪酬机制应与业绩相关,使高管拥有部分剩余索取权,既具有激励作用,又具有惩戒作用。“早涝保收”的薪酬机制将使经理人缺乏通过改善业绩从而提高薪酬的动力和约束,导致人才流失。只有当薪酬与业绩具有较高的敏感度时,才能使经理人与企业目标趋于一致,经理人才有努力提高业绩以谋求更高报酬的动机。

相关学者的研究表明,上市公司在制定薪酬契约时采用了行业基准,把自己公司的高管薪酬定在等于或大于行业基准水平上。那么当上市公司业绩高于或低于行业平均业绩时,薪酬与业绩的敏感程度是否有差异,即薪绩敏感度是否具有“横向不对称性”?如果是,这种横向不对称性的存在使得薪酬的激励与惩戒作用未得到同等程度的发挥,那么其在不同所有制企业中的表现是否不同?本文将通过实证研究予以考察。

二、文献回顾

已有研究中,对管理层薪酬的研究主要集中在以下两个方面。

1. 公司业绩与高管薪酬的关系。国外相关研究表明,由于会计业绩受市场不确定性因素影响更小,与市场业绩相比,

会计业绩对高管薪酬的影响更大(McGuire, Chiu and Elbing, 1962; Clinch, 1991)。Gibbons 和 Murphy(1990)选择 1 049 家公司为样本,得出 CEO 薪酬与公司绩效显著正相关,而与行业或市场业绩微弱负相关。

从我国学者的研究成果来看,对于业绩与薪酬关系的实证结果偏差较大。李增泉(2000)用线性回归的方法检验薪酬和绩效之间的关系,研究结果表明,我国上市公司经理薪酬与净资产收益率(ROE)之间无显著关系。同样,魏刚(2000)和李琦(2003)没有发现我国上市公司高管薪酬与公司业绩存在显著的相关性。而刘斌等(2003)则发现,我国上市公司管理层薪酬对公司业绩的敏感度在逐步增强。本文认为造成我国研究结论不一致的原因可能是,新的《企业财务报告披露准则》要求上市公司“披露每一位现任董事、监事和高级管理人员在报告期内从公司获得的报酬总额”,为薪酬研究提供了更多的可得数据。

2. 公司治理结构对高管薪酬的影响。近年来,学者逐渐把研究视角转向治理机构对管理层薪酬的影响,而多数研究从董事会构成、股权结构及两职兼任等方面进行考察。Yermack(1996)就对 792 家公司 8 年的数据进行了检验,结果表明公司价值及薪酬与董事会规模显著负相关。杜胜利(2005)对 2002 年 143 家上市公司进行研究,发现国有股比例对报酬有显著影响。Cyert 等(2002)的实证研究结果表明,当 CEO 兼任董事长时,CEO 报酬要高出平均水平的 20%~40%。

三、理论分析及研究假设

江伟(2010)考察了上市公司高管薪酬增加的原因。研究表明,上市公司在制定薪酬契约时采用了行业基准,即上市公司在制定高管的薪酬机制时,会以同行业相似公司的平均水平为基准,而把自己公司的高管薪酬定在等于或大于行业基准水平上。而当上市公司普遍采用这一基准时,就会推高行业的平均水平,而这一基准水平的上升,又进一步提高了高

管的薪酬,因此基准水平与高管基准呈现螺旋式上升的状态,这一状态也叫做“乌比冈湖效应”(Lake Wobegon Effee)。

根据以上分析,当公司业绩较好时,公司会使自己的高管薪酬高于行业基准,而当公司业绩较差时,公司也会尽量使自己的高管薪酬向行业平均值靠近。

由此我们可以预期,当公司高管业绩高于行业平均业绩而具有正向业绩时,上市公司愿意选择与业绩相关性更强的薪酬机制,以使本公司薪酬较高,即薪绩敏感度高。而当高管业绩低于行业平均业绩即具有负向业绩时,由于业绩较低,若薪酬与业绩相关度高,那么薪酬也将较低。此时上市公司为了使薪酬达到行业平均水平,更愿意选择与业绩相关性较弱的薪酬机制,即企业薪绩敏感度较低。因此,当公司具有正向业绩或负向业绩时,薪绩敏感度具有“横向不对称性”。由此本文提出假设1。

假设1:高管薪绩敏感度具有“横向不对称性”。当企业业绩高于行业基准而表现为正向业绩时,上市公司高管的薪绩敏感度大于负向业绩时公司高管的薪绩敏感度。

国有企业与民营企业的经营目标有所不同。民营企业追求投入与产出的配比,而国有企业除了追求利润,还担负着更多的社会责任和战略责任。同时,国企高管薪酬中级别工资稳定不变,因此,在国有企业高管的绩效评价中,业绩所占比重比民营企业小,业绩对薪酬的影响比民营企业小。当上市公司表现为正向业绩时,国有企业的高管薪绩敏感度可能更低。而当上市公司业绩相对于行业基准较低时,国资委更愿意也更有能力对部分业绩较差的国有企业进行调整,使其业绩得以提升,从而国企愿意选择与业绩敏感度较高的薪酬机制,以使其薪酬靠近行业平均水平。而民营企业由于业绩较差,若薪绩敏感度高,其薪酬将无法达到行业平均水平,因而更倾向于选择与业绩敏感度低的薪酬机制。因此当公司业绩低于行业基准时,国有企业的高管薪绩敏感度可能高于民营企业。由此提出假设2及假设3。

假设2:当业绩高于行业基准而表现为正向业绩时,民营企业高管薪绩敏感度大于国有企业。

假设3:当业绩低于行业基准而表现为负向业绩时,国有企业高管薪绩敏感度大于民营企业。

四、研究设计

1. 样本选择及数据来源。本文的研究样本为2008~2010年在沪深证券交易所上市的公司,并剔除了以下公司:①金融类公司;②*ST、ST公司;③财务数据异常或不完整的样本观测值。

同时按照各行业平均业绩,将3337个总样本分为正向业绩(2071个)与负向业绩(1266个)两组子样本。所有数据均来自锐思数据库与国泰安数据库。

2. 变量定义。本文主要研究上市公司高管的薪绩敏感度。被解释变量为上市公司高管薪酬,解释变量为公司业绩及公司所有制性质,控制变量为公司规模、公司成长性、财务杠杆、股票市场收益率、大股东持股比例及董事会规模。各变量的定义见表1。

表1 研究变量定义

变量性质	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	ΔPay	高管薪酬	上市公司高管薪酬的年变化率
解释变量	ΔROE	公司业绩	上市公司权益报酬率年变化量
	SOE	所有制性质	哑变量,国有企业取0;民营企业取1
控制变量	LnSize	公司规模	公司总资产的自然对数
	Growth	公司成长性	公司营业收入年增长率
	Lev	财务杠杆	公司资产负债率
	ΔShockerturn	股票市场收益率	公司每股收益的年变化率
	Share1	大股东持股比例	上市公司第一大股东持股比例
	LnBoard	董事会规模	董事会人数的自然对数

3. 研究模型。为检验假设1,本文构建模型1,并分别按正向业绩与负向业绩两组子样本进行检验。

$$\Delta \text{Pay} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{SOE} + \alpha_3 \Delta \text{ROE} + \alpha_4 \text{LnSize} + \alpha_5 \Delta \text{Shockerturn} + \alpha_6 \text{Growth} + \alpha_7 \text{Lev} + \alpha_8 \text{LnBoard} + \alpha_9 \text{Share1} + \varepsilon \quad (1)$$

根据假设2与假设3,要检验所有制对薪绩敏感度的影响,故假设所有制与业绩的交乘项 SOE * ROE,在模型中简称 SR。

同样分别两组子样本进行检验。

$$\Delta \text{Pay} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{SOE} + \alpha_3 \Delta \text{ROE} + \alpha_4 \text{SR} + \alpha_5 \text{LnSize} + \alpha_6 \Delta \text{Shockerturn} + \alpha_7 \text{Growth} + \alpha_8 \text{Lev} + \alpha_9 \text{LnBoard} + \alpha_{10} \text{Share1} + \varepsilon \quad (2)$$

五、检验结果及其分析

1. 描述性统计。表2报告了全样本的描述性统计结果。

表2说明上市公司薪酬总体呈上升趋势,平均年上涨率约为24%,中值约为9%,且个体间差异较大。

表2 各变量描述性统计结果

	样本数	最小值	最大值	均值	中值	标准差
ΔPay	2071	-1	23.6667	0.2731	0.0892	0.9588
SOE	2071	0	1	0.3081	0.0000	0.4996
ΔROE	2071	-1.598	12.8873	0.7265	0.0867	1.4888
SR	2071	-0.0462	3.0153	0.5131	0.0000	1.3944
LnSize	2071	18.7287	28.1356	21.7723	21.6248	1.2469
ΔShockerturn	2071	-49.1714	17.7259259	42.4859	5.9555	412.3673
Growth	2071	-98.6081	25.179.68	23.4281	6.9049	162.8526
Lev	2071	2.5265	108.8444	43.7706	44.3618	21.8054
LnBoard	2071	0.0000	3.6376	2.4699	2.4849	0.3182
Share1	2071	0.0369	0.9060	0.3150	0.2503	0.2349

由表2及表3可知,样本中国有企业所占比重约为69%,民营企业约为31%。而在电力、交通运输及采掘等垄断行业中,国有企业所占比重较大;在农林牧渔、信息技术及房地产等竞争行业中,民营企业所占比重较大。在股票市场,每股收益年变化率及营业收入年增长率总体逐年上升,但样本间差异较大。从财务杠杆上看,上市公司资产负债率平均为44%,大部分企业将财务杠杆控制在可以接受的水平上,而第一大股东持股率平均约为32%。

表 3 各行业所有制情况分析

行 业	样本总数	国企数	国企比率	民企数	民企比率
采掘业	103	86	83.50%	17	16.50%
传播与文化产业	19	14	73.68%	5	26.32%
电力、煤气及水的生产和供应业	158	137	86.71%	21	13.29%
房地产业	263	146	55.51%	117	44.49%
建筑业	80	55	68.75%	25	31.25%
交通运输、仓储业	173	155	89.60%	18	10.40%
农、林、牧、渔业	59	23	38.98%	36	61.02%
批发和零售贸易	349	276	79.08%	73	20.92%
社会服务业	137	82	59.85%	55	40.15%
信息技术业	201	83	41.29%	118	58.71%
制造业	1 795	1 252	69.75%	543	30.25%
总计	3 337	2 309	69.19%	1 028	30.81%

2. 分别按正向业绩与负向业绩两组子样本,对模型1进行实证检验。利用最小二乘法的多元回归分析结果见表4:

表 4 模型 1 回归结果

变 量	正向业绩		负向业绩	
	系数	T值(p值)	系数	T值(p值)
C	-0.217 276	-1.501 359(0.133 4)	-0.347 983	-0.789 544(0.429 9)
SOE	0.075 419	4.339 39*** (0.000)	-0.241 123	-4.227 853*** (0.000 0)
△ROE	0.451 746	26.030 26*** (0.000)	0.282 355	16.142 27*** (0.000 0)
LnSize	0.006 217	0.949 464(0.342 5)	0.005 011	0.232 564(0.816 1)
△ShockReturn	0.000 569	28.908 29*** (0.000)	0.002 421	8.240 213*** (0.000 0)
Growth	0.000 881	16.873 76*** (0.000)	0.002 976	8.388 571*** (0.000 0)
Lev	-0.000 599	-1.561 584(0.118 5)	-0.000 182	-0.134 85(0.892 8)
LnBoard	0.029 898	1.147 564(0.251 3)	0.145 903	1.889 674*(0.059 0)
Share1	-0.178 854	-4.231 639*** (0.000 0)	-0.356 63	-3.017 269*** (0.003 6)
调整R-Squared	0.822 956		0.419 894	
样本数	2 071		1 266	

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%及10%的水平下显著,下同。

表 5 模型 2 回归结果

变 量	正向业绩		负向业绩	
	系数	T值(p值)	系数	T值(p值)
C	-0.228 552	-1.587 398(0.112 6)	-0.372 436	-0.915 669(0.360 0)
SOE	0.040 959	2.186 454** (0.028 9)	-0.165 556	-3.130 908*** (0.001 8)
△ROE	0.446 061	10.973 76*** (0.000 0)	0.200 213	17.269 89*** (0.000 0)
SR	0.089 682	4.777 314*** (0.000 0)	-2.731 982	-14.825 81*** (0.000 0)
LnSize	0.007 194	1.103 911(0.269 8)	0.002 555	0.128 491(0.897 8)
△ShockReturn	0.000 56	28.423 65*** (0.000 0)	0.003 061	11.148 1*** (0.000 0)
Growth	0.000 896	17.222 53*** (0.000 0)	0.006 087	15.653 31*** (0.000 0)
Lev	-0.000 303	-0.783 374(0.433 5)	0.000 437	0.351 357(0.725 4)
LnBoard	0.029 554	1.140 36(0.254 3)	0.137 796	1.933 831*(0.053 4)
Share1	-0.182 068	-4.329 846*** (0.000 0)	0.473 272	4.327 656*** (0.000 0)
调整R-Squared	0.824 811		0.505 96	
样本数	2 071		1 266	

由表4分析得出,在正负向业绩中,△ROE均与因变量△Pay呈显著的正相关关系。但比较相关系数,正向业绩样本中,△ROE与△Pay的相关系数为0.451 746,表明当上市公司业绩高于行业平均业绩时,权益报酬率每上升1%,公司高管薪酬就上升0.45%。而在负向业绩样本中,△ROE与△Pay的相关系数为0.282 355,表明当上市公司业绩低于行业平均业绩时,权益报酬率每上升1%,公司高管薪酬仅上升0.28%。由此可见,当公司业绩高于行业平均业绩时,高管薪酬与业绩的相关度较之公司业绩低于行业平均业绩时的相关度更高。由此证明了假设1。这说明我国上市公司高管薪绩敏感度具有“横向不对称性”,即当公司具有正向业绩时,其高管薪绩敏感度大于负向业绩时的高管薪绩敏感度。

同时,分析表4的回归结果可以看出,在两组子样本中,公司每股收益年增长率与高管薪酬变化率均呈现显著的正相关关系,但其相关系数均小于权益报酬率相关系数。可以看出,权益报酬率对于高管薪酬的影响要大于每股收益年增长率对薪酬的影响。第一大股东持股比例与薪酬的变化率显著负相关,表明大股东的存在强化了对公司经营者的监控,使其薪酬变化率相对稳定,由此证实了大股东的治理作用。而公司规模、财务杠杆及董事会规模与高管薪酬的变化不存在显著的相关关系。

3. 对模型2的检验。分别按两组子样本对模型2进行多元回归检验。结果如表5所示。

如表5所示,在正向业绩样本中,SOE与△ROE的交乘项SR与△Pay的相关系数为正,且在1%的水平上显著,表明SOE的增加能提高上市公司高管的薪绩敏感度,即民营企业的薪绩敏感度大于国有企业,与假设2一致。而在负向业绩样本中,SOE与△ROE的交乘项SR与△Pay的相关系数为负,且在1%的水平上显著,表明SOE的降低能提高上市公司高管的薪绩敏感度,即国有企业的薪绩敏感度大于民营企业,支持了假设3。

六、结论及启示

高管薪酬机制是公司治理的重要组成部分。现有研究表明,上市公司在确定薪酬水平时参照了行业基准,并使自己的薪酬高于或等于行业平均薪酬。本文选择2008至2010年的3 337个样本公司,考察了上市公司在业绩高于行业平均业绩或低于行业平均业绩时,其制定高管薪酬的动机。研究结果表明,当公司业绩高于行业平均业绩时,其薪绩敏感度大于业绩低于平均业绩时的薪绩敏感度。同时,当公司表现为正向业绩时,民营企业薪绩敏感度较高,而当公司表现为负向业绩时,国有企业薪绩敏感度较高。

良好的薪酬机制应与业绩相关,可激励并约束高管行为。由本文的研究结论可以看出,当公司业绩较好时,上市公司薪绩敏感度较高,较好地发

基于案例推理的银行 零售客户价值细分模型构建

曹国 沈利香

(常州工学院经济管理学院 江苏常州 213022 常州工学院计算机信息工程学院 江苏常州 213002)

【摘要】 本文首先结合 RFM 理论建立了多层多维的商业银行零售客户价值的评价指标体系。通过拓宽 RFM 模型的指标体系,改变了 RFM 模型简单的特点。接着利用数据挖掘技术构建商业银行零售客户价值智能分类模型,针对数据仓库中的零售客户原始数据,利用 K-means 算法获得案例库中的历史案例客户价值分类类型;在构建案例相似度模型中,本文首次利用 ANP 模型获得评价指标的权重,强调了评价指标之间的相互影响。最后,利用灰色关联分析原理建立了多层灰色关联方法以适应所构建的商业银行零售客户评价指标体系。

【关键词】 客户细分 RFM 模型 案例推理 灰色关联分析 网络层次分析法

零售客户价值细分研究主要是探讨零售客户在某一时间点的价值表现,价值细分的主要目的就是对客户在该时间点的行为进行管理。通过对零售客户价值进行细分研究,可以帮助商业银行正确认识客户的价值贡献,并适当地进行分类,从而辅助商业银行长期识别、保留和发展零售客户。对此,众多学者进行了研究。

冯永等(2004)提出了一种基于动态 SOM 神经网络和 RFM 指标的客户分类方法,首先利用动态 SOM 神经网络聚类分析模型产生客户簇,使企业能够有针对性地对不同客户实施差别化服务策略,为企业的客户战略提供了有力的支持。孟钊兰等(2008)运用多元统计的因子聚类分析方法,从风险要素和价值要素两个维度来重新设置银行信贷客户分类。殷

琪(2008)利用模糊数学的有关理论建立了一套多因子客户分类评价模型,并应用此模型对企业的客户分类进行评价。张庭溢等(2008)基于数据挖掘的客户细分方法,提出了一套电信行业客户分类的数据挖掘技术应用解决方案,并对电信公司小灵通客户进行了应用分析。Achim Walter, Thomas Ritter 和 Hans Georg Gemunden(2001)以货币因素与非货币因素将客户价值分为直接价值、间接价值和社会价值。

与此不同,本文在前人研究的基础上拓宽了传统的 RFM 评价指标体系,并结合案例推理知识建立零售客户价值的智能细分模型,从而为企业的客户价值和群体信息的获取提供一个新的方法,以便能及时正确地识别零售客户群体信息,制定相关的营销策略,抢占市场。

挥了薪酬的激励作用。而当公司业绩较差时,薪绩敏感度相对较低,上市公司选择与业绩相关度不大的薪酬机制,薪酬的惩戒作用发挥得不够。同时,当公司表现为正向业绩时,国有企业薪绩敏感度较低,表明在国有企业的高管绩效评价体系中,业绩所占比重较民营企业小,国有企业担负着更大的社会责任。而在公司表现为负向业绩时,民营企业薪酬的惩戒功能有待提高。

本研究可能存在以下局限性:①只考虑了高管的货币薪酬,而未考虑高管以股权及实物形式存在的薪酬,结果可能存在偏差。②本文未对业绩及薪酬本身的高低及变化的大小所存在的不同维度进行更深入的研究。对于上述局限,也是未来研究需要考虑的问题。

【注】 本研究得到国家自然科学基金重点立项(编号:71032006)的指导。

主要参考文献

1. Gibbons, Murphy, K.. Executivesial incentives and the horizon problem. Journal of Accounting and Economics, 1990;

14

2. McGuire, J., J. Chiu. A. Elbing. Executive Incomes, Sales and Profits. American Economic Review, 1962; 5

3. Yermack D.. Higher market valuation for firms with a small board of directors. Journal of financial Economics, 1996; 4

4. 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费. 经济研究, 2005; 2

5. 杜胜利, 翟艳玲. 总经理年度报酬决定因素的实证分析——以我国上市公司为例. 管理世界, 2005; 8

6. 江伟. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析. 金融研究, 2010; 4

7. 李琦. 上市公司高级经理人薪酬影响因素分析. 经济科学, 2003; 6

8. 李增泉. 激励机制与公司绩效——一项基于上市公司的实证研究. 会计研究, 2000; 1

9. 刘斌, 刘星, 李世新, 何顺文. CEO 薪酬与企业业绩互动效应的实证检验. 会计研究, 2003; 3