

高管薪酬与经营业绩相关性的实证研究 ——以中小板上市公司为例

吴婵君

(浙江省现代服务业研究中心, 浙江 杭州 310015; 浙江树人大学 管理学院, 浙江 杭州 310015)

摘 要: 高管薪酬与公司经营业绩之间的关系一直是备受社会各界关注的热点问题。近年来, 随着中小企业的快速发展和资本市场的逐渐完善, 越来越多的中小企业走上了中小板的舞台, 中小板上市公司这个群体备受重视。本文以中小板上市公司为研究样本, 利用 2009 年~2011 年的数据, 对中小板上市公司高管薪酬与经营业绩之间的相关性进行实证研究, 并对制定科学的薪酬制度、完善公司治理结构、提升公司业绩提出相关建议。

关键词: 中小企业; 中小板; 高管薪酬; 经营业绩

中图分类号: F272.91

文献标志码: A

文章编号: 1671-2714(2013)06-0049-06

DOI: 10.3969/j.issn.1671-2714.2013.06.009

近年来, 随着中小企业的快速发展和资本市场的逐渐完善, 越来越多的中小企业走上了中小板的舞台, 截止 2012 年 12 月已发展到 703 家。各项监管措施的不断完善和落实使中小板上市公司的现代企业制度逐步形成, 公司治理结构也不断趋于完善。同时, 不断增长的高管薪酬也受到人们的密切关注。然而, 高管薪酬在不断增长的同时是否促进了中小板上市公司经营业绩的增长? 为了解决这个疑问, 笔者以中小板上市公司作为研究对象, 厘清其高管薪酬和经营业绩之间的关系。

一、理论综述

国内外已有大量学者对上市公司的高管薪酬和公司经营业绩之间的关系进行了研究。Ciscell 和 Carroll (1980)^①、Hall 和 Liebman (1998)^②、马葵 (2008)^③、左晶晶和唐跃军 (2010)^④ 等学者均认为高管薪酬和公司的经营业绩存在正相关关系。周蓓蓓 (2009) 的研究结果表明, 高管相对薪酬差距对公司绩效无正向显著性, 并呈现出负向影响的趋势。^⑤ Tosi 和 Werner 等 (2000)^⑥、詹浩勇

收稿日期: 2013-07-12

在线优先出版日期: 2013-10-24

作者简介: 吴婵君, 女, 浙江衢州人, 副教授, 研究方向: 财务与金融服务创新。

① Ciscell D H, Carroll T M, The Determinants of Executive Salaries: A Econometric Survey, *Renew of Economics an Statistics*, 1980, No. 61, pp. 7-13.

② Hall B J, Liebman J, Are CEOs Really Paid Like Bureacurats, *Quarterly Journal of Economics*, 1998, No. 3, pp. 653-691.

③ 马葵: 《管理层薪酬激励与企业业绩的实证研究》, 《经济与管理研究》2008 年第 4 期, 第 86-89 页。

④ 左晶晶、唐跃军: 《高管薪酬激励过度了吗——基于边际递减效应与中国民营上市公司的研究》, 《商业经济与管理》2010 年第 1 期, 第 61-68 页。

⑤ 周蓓蓓、曹建安、段兴民: 《上市公司高管相对薪酬差距与公司绩效相关性研究》, 《商业研究》2009 年第 2 期, 第 184-188 页。

⑥ Henry L Tosi, Steve Werner, Jeffrey P Katz, et al, How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies, *Journal of Management*, 2000, No. 2, pp. 301-339.

和冯金丽(2008)^①、周胜和仇向洋(2009)^②、陈维(2010)^③等学者则认为高管薪酬和公司的经营业绩之间不存在相关关系。

中小板上市公司作为一个特殊的群体,对其高管薪酬的研究及高管薪酬和经营业绩关系的研究还十分有限。陈家田(2012)^④、孙梦男(2012)^⑤和朱晓妹(2011)^⑥对中小板上市公司的高管薪酬及其影响因素进行了研究,但并未涉及中小板上市公司高管薪酬和经营业绩之间关系的研究。对中小板上市公司来说,提高高管薪酬是否有利于提升经营业绩还不得而知。本文以中小板上市公司为研究对象,探讨中小板上市公司高管薪酬激励与经营业绩的关系,从而为科学指导企业薪酬制度的制定、完善公司治理结构、提升公司业绩,以实现中小板上市公司的持续健康发展具有一定的现实指导意义。

二、理论假设与研究设计

(一)理论假设

根据委托—代理理论,在所有权和经营权分离的情况下,由于信息的不对称,易产生道德风险,损害委托人的利益。为了使委托人和代理人两者的利益趋近于一致,委托人往往会以企业经营业绩作为对代理人的考核标准,从而决定代理人即高管的报酬,以激励其选择对委托人最有利的行为对公司进行管理。这就是说代理人即高管的报酬变化与企业的经营业绩变化之间不应是相互独立的。中小板上市公司已建立现代企业制度,也存在由于信息不对称等原因产生的委托人与代理人的利益不一致的问题。为了解决这对矛盾,委托人会根据经营业绩的变动来决定高管的报酬变化,反过来,高管为了获得更高的报酬,会更努力地追求经营业绩的提升。因此可得到如下假设:

假设一:中小板上市公司高管薪酬与公司经营业绩存在显著的正相关关系。

由于中小板上市公司各地区经济环境与制度

有所不同,因此得到:

假设二:中小板上市公司各地区高管薪酬与公司业绩的相关性强弱不同。

一般来说,规模较大的上市公司,治理结构和激励机制都比规模较小的上市公司有较大优势,因此得到:

假设三:中小板上市公司高管薪酬与公司经营业绩的相关性随着公司规模扩大而增强。

股票期权可以促进公司高管通过提升企业长期价值来增加自己的财富,是一种长期激励方式,所以高管持股可以促使高管更加努力地为公司工作,因此得到:

假设四:高管持股时高管薪酬与公司业绩的相关性比高管不持股时强。

(二)研究变量的确定

1. 高管薪酬。所谓高管薪酬是指公司高级管理人员与董事的薪酬,即:董事长、总经理、董事会秘书、财务负责人及公司章程规定的其他人员的薪酬。本文所指的薪酬只限于公司年报所披露的货币性年度报酬。为了排除某些公司单个高管薪酬过高给研究带来的影响,拟选用上市公司年报披露的年薪最高的前三名的平均年度报酬的自然对数作为高管薪酬变量(PAY)。

2. 经营业绩。经营业绩是指经营者在经营管理企业的过程中对企业的生存与发展所取得的成果和所做出的贡献。^⑦ 公司业绩的衡量主要分为两大类:一类是公司的账面业绩,如营业利润、净资产收益率等会计指标。这类指标能实实在在地反映公司的盈利能力,通过这些指标投资者可清晰地了解公司的业绩状况;另一类是公司的市场业绩,如股票收益、托宾 Q 值等,这些指标主要是从股东利益的角度来考虑,衡量方法较直观,带有较强的时效性。^⑧ 我国的上市公司起步较晚,公司股票的价值与真实价值也有较大的偏差,加之公司资产的重置价值很难准确进行估算,因此国

①詹浩勇、冯金丽:《广西上市公司高管薪酬与经营业绩研究》,《商场现代化》2008 年第 23 期,第 104—106 页。

②周胜、仇向洋:《我国零售业上市公司高管薪酬与公司业绩的关系研究》,《中国集体经济》2009 年第 12 期,第 132—133 页。

③陈维:《对国有上市公司高管薪酬的思考》,《企业家天地》2010 年第 1 期,第 48 页。

④陈家田:《社会影响、互惠性与高管薪酬——基于中小板上市公司的实证研究》,《科技与管理》2012 年第 5 期,第 88—92 页。

⑤孙梦男、范抒:《中小板上市公司高管薪酬影响因素的研究》,《商业经济》2012 年第 14 期,第 115—116 页。

⑥朱晓妹:《我国中小板上市公司高管薪酬影响因素的实证研究》,《华东交通大学学报》2011 年第 2 期,第 107—112 页。

⑦周学军:《绩效测评指标体系在企业中的运用》,《上海统计》2001 年第 8 期,第 37—38 页。

⑧王明娣:《创业板上市公司高管薪酬和公司绩效相关性研究》,燕山大学 2011 年硕士学位论文,第 14 页。

内大多学者以反映账面业绩的核心指标净资产收益率作为衡量公司业绩的主要指标。考虑研究期间净资产的变化,本文采用加权净资产收益率作为公司业绩变量(ROE)。

(三)模型构建

本文采用 Pearson 相关分析的方法来判定高管薪酬与经营业绩之间是否相关,通常用 T 表示,如果对变量 x 和 y 进行观测,得到一组数据 $x_i, y_i (i = 1, 2, \cdots, n)$, x 和 y 之间相关系数如式(1):

$$T_{xy} = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x_i - \bar{x})^2 \sum (y_i - \bar{y})^2}} \quad (1)$$

其中 $\bar{x}, \bar{y}$ 分别为 $x_i, y_i (i = 1, 2, \cdots, n)$ 的算术平均数。 $0 < T_{xy} < 1$ 表示 x 和 y 正相关, $-1 < T_{xy} < 0$ 表示 x 和 y 负相关;并且 T_{xy} 的绝对值越接近 1,说明变量 x 和变量 y 之间的线性关系越显著。如果 $T_{xy} = 0$,则线性不相关,当 T_{xy} 的绝对值等于 1 时,称之为完全线性相关。

三、数据与实证

从上文的理论分析可以看出,中小板上市公司高管薪酬的变化与其经营业绩的变动之间不应是相互独立的。中小板于 2004 年 6 月 25 日在深圳证券交易所挂牌上市,从最初成立的 8 家到 2012 年底上市公司数量达到 703 家,广泛分布于东部、中部、西部和东北的 24 个省市地区,同样也分布于各行业领域。样本选择坚持以下的筛选原则:第一,剔除了业绩过差的 ST 和 PT 公司以及被注册会计师出具保留意见、否定意见和无法表示意见的上市公司;第二,由于新上市公司的业绩容易出现非正常性的波动,且公司内部各方面的运行机制还不够健全和完善,所以本文研究决定剔除了近三年新上市的上市公司(即 2009 年 12 月 31 日以后上市的公司);第三,由于在搜集数据过程中发现金融、保险业上市公司的高管薪酬过高,为了使研究更具普遍性,因此本文的研究中,剔除了金融、保险业上市公司;第四,剔除年报披露数据不全以及变量指标数据不完备的公司。

根据上述原则,本文利用随机数表对符合要求的样本进行随机抽样,最后选取了 150 家中小板上司公司作为研究样本,根据巨潮资讯网披露

的年度财务报告,摘录了反映高管薪酬(PAY)、净资产收益率(ROE)等的相关数据进行研究。选用 Excel、SPSS13.0 软件对样本数据进行描述性统计分析、相关分析及回归分析。

(一)样本描述性统计分析

1. 地区分布情况。根据国家统计局 2011 年 6 月 13 号的划分办法,为科学反映我国不同区域的社会经济发展状况,将我国的经济区域划分为东部、中部、西部和东北四大地区。笔者为方便统计分析,将东北地区划分到东部地区。其中东部地区(10 省 3 市):北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南、辽宁、吉林和黑龙江,中部地区(6 省):山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南,西部地区(11 省):广西、内蒙古、云南、四川、西藏、贵州、新疆、青海、陕西、甘肃、宁夏。

从所选样本数据资料统计(见表 1)看,其中东部地区中小板上市公司为 118 家,所占比例最大,占到近 80%,而中部地区为 21 家,西部地区 11 家,分别占 14% 和 7%,可见,深圳中小板上市公司主要还是集中分布在在东部沿海、经济发展较快地区,地域分布不平衡。

表 1 中小板上市公司数量地域分布所占比例图

地域	数量分布/%
东部	79
中部	14
西部	7

2. 行业分布情况。按照选样标准和中国上市公司行业分类标准,笔者选取了于 2009 年 12 月 31 日以前在深圳证券交易所上市的 150 家中小

表 2 样本公司行业分布所占比重统计表

行业名称	行业分布占比/%
制造业	63.33
采掘业	1.33
传播与文化产业	0.67
房地产业	3.33
纺织业	6.00
建筑业	2.00
交通运输、仓储业	2.00
农、林、牧、渔业	3.33
批发和零售贸易	3.33
社会服务业	6.67
信息技术业	6.00
印刷业	0.67
综合类	1.33

板上市公司为样本,样本数据涉及行业广泛,其中采掘业样本 2 家,传播与文化产业 1 家,房地产业 5 家,纺织业 9 家,建筑业 3 家,交通运输、仓储业 3 家,农林牧渔业 5 家、批发和零售贸易 5 家、社会服务业 10 家,信息技术业 9 家,制造业 95 家,印刷业 1 家,综合类 2 家(见表 2)。

由表 2 可以看出,经过筛选所得的 150 家样本中小板上市公司由 13 个行业组成,几乎涉及我国资本市场的所有行业。其中,制造业占到 63.33%,是比重最大的行业,其次就是社会服务

业,占到 6.67%,而所占比重最低的是印刷业和传播与文化产业,各占 0.67%。除了社会服务业、信息技术业、纺织业拥有 6% 左右的比重,排第二第三,剩下的所有行业所占比重均处于 5% 以内,差异不大。

(二) 相关分析

1. 基于总体样本的公司高管薪酬与经营业绩的相关性分析。对 2009 年~2011 年三年的中小板上市公司的总体样本的高管薪酬与经营业绩进行相关性分析(见表 3)。

表 3 2009—2011 高管薪酬与公司经营业绩相关性分析

年度	指标	最高前三位高管的平均年度 报酬的自然对数			加权净资产收益率		
		Pearson 相关性	显著性(双侧)	N	Pearson 相关性	显著性(双侧)	N
2009	最高前三位高管的平均 年度报酬的自然对数	1	0	150	0.349**	0	150
	加权净资产收益率(%)	0.349**	0	150	1	0	150
2010	最高前三位高管的平均 年度报酬的自然对数	1	0	150	0.324**	0	150
	加权净资产收益率(%)	0.324**	0	150	1	0	150
2011	最高前三位高管的平均 年度报酬的自然对数	1	0	150	0.270**	0.001	150
	加权净资产收益率(%)	0.270**	0.001	150	1	0	150

注:**表示在 0.01 水平(双侧)上显著相关。

从表 3 可见,2009 年~2011 年中小板上市公司高管薪酬与经营业绩之间的相关系数分别为 0.349、0.324、0.270,说明高管薪酬与经营业绩在 0.01 水平上显著相关,且存在着显著的正相关关系。由此,充分验证了假设一,对中小板上市公司而言,高管薪酬的增加,对企业经营业绩的提升有

显著的激励作用。

2. 基于不同地区的公司高管薪酬与经营业绩的相关性分析。我国东、中、西部各地区的经济环境、经济制度的不同,在不同的经济环境和制度中,对三地高管薪酬与经营业绩的相关性进行研究,也是十分有必要的。

表 4 2009—2011 不同地区高管薪酬与公司经营业绩相关性分析表

年度	指标	东部地区	中部地区	西部地区
2009	Pearson 相关指数	0.383**	0.277*	0.547
	双边显著性水平	0	0.024	0.082
2010	Pearson 相关指数	0.327**	0.304*	0.435
	双边显著性水平	0	0.018	0.181
2011	Pearson 相关指数	0.264**	0.374*	0.359
	双边显著性水平	0.004	0.014	0.286

注:**表示在 0.01 水平(双侧)上显著相关;*表示在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

从表 4 可以看出,东部地区的中小板上市公司高管薪酬与经营业绩的相关性最显著,且相关性较强。中部地区中小板上市公司高管薪酬与经营业绩存之间存在一定的相关性,但相关性较弱。西部地区中小板上市公司高管薪酬与经营业绩之

间不存在相关性。因此,假设二,成立。

3. 基于不同规模的公司高管薪酬与经营业绩的相关性分析。本文将样本上市公司按照不同的资产规模划分成三类:总资产小于或等于 10 亿的为小型上市公司,大于 10 亿且小于或等于 50 亿的为中型

上市公司,大于 50 亿的为大型上市公司。按照此划分标准进行不同规模上市公司的实证研究(见表 5)。

表 5 2009—2011 不同规模高管薪酬与公司经营业绩相关性分析表

年度	指标	小型上市公司	中型上市公司高管	大型上市公司
2009	Pearson 相关指数	0.279 *	0.284	0.506 *
	双边显著性水平	0.013	0.056	0.027
2010	Pearson 相关指数	0.355 *	0.163	0.557 **
	双边显著性水平	0.025	0.140	0.000
2011	Pearson 相关指数	0.656 **	0.151	0.361 *
	双边显著性水平	0.000	0.152	0.024

注: ** 表示在 0.01 水平(双侧)上显著相关; * 表示在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

表 5 显示,大型公司和小型公司的高管薪酬与经营业绩的相关性显著,但中型上市公司高管薪酬与经营业绩之间并不存在相关性。由此可见,中小板上市公司高管薪酬与经营业绩之前的相关性并不随公司规模的变化而变化,由此假设三不成立。

4. 基于高管是否持股的公司高管薪酬与经营业绩的相关性分析。将样本上市公司按照高管是否持股划分成两类:高管持股公司和高管不持股公司。按照此划分标准进行两类不同上市公司的实证研究(见表 6)。

表 6 高管持股与否与公司高管薪酬和经营业绩相关性

年度	指标	高管	高管不
		持股公司	持股公司
2009	Pearson 相关指数	0.343 **	0.422 *
	双边显著性水平	0.000	0.018
2010	Pearson 相关指数	0.288 **	0.444 *
	双边显著性水平	0.003	0.012
2011	Pearson 相关指数	0.215 **	0.453 *
	双边显著性水平	0.002	0.016

注: ** 表示在 0.01 水平(双侧)上显著相关; * 表示在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

从表 6 可以看出,高管持股的上市公司高管薪酬与经营业绩的相关性比高管不持股的上市公司的相关性强。因此,假设四成立。

四、研究结论及建议

通过对中小板上市公司高管薪酬与经营业绩的相关性进行实证研究,得出以下结论,并提出相关建议。

(一) 研究结论

- 1. 中小板上市公司高管薪酬与经营业绩总体上存在显著的正相关关系,即验证了假设一。
- 2. 东部地区中小板上市公司的高管薪酬与经营业绩之间的相关性最强,中部地区较弱,西部地

区不存在相关性,由此验证了假设二。

3. 中小板上市公司高管薪酬与经营业绩之间的相关性并不随着公司规模的扩大而增强,由此假设三不成立。

4. 高管持股的中小板上市公司的高管薪酬与经营业绩的相关性比高管不持股时的强,由此验证了假设四。

(二) 相关建议

1. 制定合理的薪酬政策。企业高管薪酬本该是市场行为,由市场决定,但是目前一些国有控股企业高管的薪酬极高,已引发社会舆论的关注,加剧社会贫富悬殊严重影响了和谐社会的建设,国家有关部门也出台诸多企业高管限薪令,也正是对这些不合理薪酬的纠正和约束。

笔者认为,企业高管薪酬的多少不在于数量多少,而关键在于是否制定合理的薪酬政策、发放是否合理。中小板上市公司多为中小企业。我国中小企业占企业总数的近九成,通过对中小企业薪酬和经营业绩的研究,对改革收入分配结构、优化中小企业公司治理具有重要意义。根据前述研究,中小板上市公司的高管薪酬与经营业绩之间的关系受到地域、行业、高管持股与否等因素的影响,所以在考虑高管薪酬公平性时,除了进行公司内部多维度比较外,还应该充分考虑公司所在行业及所在地区的平均工资水平,选择一个合适的薪酬对比群体,整体薪酬定位应更接近市场中值,关注高管和一般管理层及员工之间薪酬不断加大的趋势,并通过浮动薪酬发挥杠杆作用。

2. 优化高管薪酬结构。实证研究结论表明,中小板上市公司高管薪酬与公司业绩之间呈显著的正相关关系,而且相关系数较大。这说明提高高管薪酬能有效提升公司业绩,提高高管薪酬不仅仅指数量上的提高,更应侧重薪酬结构的优化。高管人员通常都是具有较高社会期望和较高知识

水平的高素质经营管理人才,为了将高管的积极性充分调动起来,可借鉴发达国家成熟的证券市场中薪酬制度的优点,将货币性报酬和非货币性报酬相结合。非货币形式的薪酬是指能提高员工个人效用和增加其满意程度的报酬形式,如改善工作条件、美化工作环境、完善各种体育娱乐设施等。将年薪制和离退休福利制度相结合,实施工资加奖金或是年薪制时,注重收入与经营业绩挂钩。这样通过构建科学、合理和多元化的弹性薪酬结构,才可以使高管们全心全意为公司的生产经营谋划,使得公司经营业绩得到切实地提升。

3. 加强对企业高管薪酬的监管。在制定合理的薪酬政策,优化薪酬结构的同时,还应该建立有

效的内部约束制度,加强对企业高管薪酬的监管。企业所有者通过股东大会、董事会和监事会可监督经营者各项规章制度的执行情况,形成了企业内部的监督约束机制,防止其做出有损于公司利益的行为。因为委托代理的关系,高管很容易成为企业真正意义上的控制人,在缺少有效监督的环境下更容易制定对自己有利的方案。因而,保障激励机制正常发挥作用,科学合理的公司治理结构是实现高管有效约束的制度保障。良好的公司治理结构能够客观公正地衡量公司的经营业绩,监督、约束高管的权力,防止高管自定薪酬和内部人控制,维护股东的权益,提高高管薪酬和公司绩效的敏感性,维持公司的持续健康发展。

An Empirical Study on the Relations between Executive Pay and Performances of the Companies Listed on Small & Medium Enterprise Board

WU Chanjun

(*Zhejiang Modern Service Economy Research Center, Hangzhou, Zhejiang, 310015, China;*
Management School of Zhejiang Shuren University, Hangzhou, Zhejiang, 310015, China)

Abstract: The relationship between executive pay and company performance has always been a hot issue concerned by all sectors of society. In recent years, with the rapid development of SMEs and the maturity of the capital market, more and more SMEs have embarked on the stage of Small and Medium Enterprise Board, and have attracted increased attentions. Using the listed companies of Small and Medium Enterprise Board as research samples and the data of 2009-2011, this paper conducts an empirical study on the correlation between their executive pay and corporate performance, and proposes recommendations to formulate appropriate remuneration system, improve the corporate governance structure, and enhance the performance of the companies.

Key words: SME; Small and Medium Enterprise Board; executive pay; company performance

(责任编辑 陈汉轮)