

高管薪酬、公司治理与 企业绩效的实证分析

胡 玲 陈黎琴 黄速建

【提 要】基于2008年至2010年信息技术产业上市公司数据,研究发现:首先,公司规模和业绩均对高管薪酬有显著正向影响;其次,管理层持股对高管薪酬具有一定的替代效应;再次,内部治理机制的效力主要是通过第一大股东来实现的,而两职兼任的高管可以获得较高的薪酬契约,同时其他看似健全的公司治理机制并没有对经理权力形成有效约束;最后,高管薪酬、管理层持股和第一大股东持股比例均对企业绩效有显著的正效应,证实了实施股权激励计划将有益于公司的整体业绩表现。

【关键词】高管薪酬 公司治理 管理层持股 企业绩效 实证研究

【中图分类号】F270 【文献标识码】A 【文章编号】1000-2952(2012)04-0033-11

一、引言

在所有权和经营权不断分离的趋势下,如何建立现代公司治理机制以推动企业持续健康发展成为中国企业改革的重点。高管薪酬制度是公司治理机制的核心内容,近十年来,随着上市公司高管薪酬的不断攀升,企业内外部薪酬差距的逐步拉大,高管薪酬成为学者和媒体关注的热点。2008年以来,全球金融危机的推手之一被指向华尔街高管薪酬模式,从而再度燃起人们对高管薪酬问题的普遍关注和思考。

围绕着高管薪酬,西方学者展开了深入的理论探索和实证研究。中国对于高管薪酬的研究尚处于起步阶段,学者们的研究主要集中在高管薪酬决定因素的实证分析上。然而不少研究设计在变量的选择上不够全面和准确,缺乏一个完整的框架将可能影响高管薪酬的关键变

量纳入其中。同时,各学者的研究结果也并不一致,特别是在业绩与薪酬的敏感性、公司治理结构与高管薪酬相关性方面,常常出现相互矛盾的结果。本研究将结合笔者在高管薪酬制定和发放上的实践经验,拟就某一个具体的影响维度,引入多个变量来测试,通过多种建模方式,全面考察哪些具体变量对高管薪酬具有最佳的解释力,从而与其他学者的研究进行对比和补充。本文也将验证管理层持股是否对高管薪酬具有替代效用,抑或是助长了高管薪酬,这也是在以往的研究中被忽视的内容。此外,国内目前对高管薪酬、管理层持股以及公司治理机制如何反向作用于公司业绩的关注还是不足的,也鲜有学者基于同样的样本数据库,同时进行两方面的实证研究。因此,本文也将同时研究高管薪酬、管理层持股及关键的公司治理变量对企业业绩的效用,以期改善公司业

绩水平提出相关建议。本文选取了信息技术产业上市公司为研究对象,信息技术产业属于经济发展的领头羊,其行业竞争强度和管理水平均高于传统行业和垄断行业,样本选取的是金融危机以来2008年至2010年连续三年的数据库,其高管薪酬发放实践可反映出后金融危机时代的最新特征,也可以与其他学者在以往年度的研究作比较。

二、文献综述和研究假设

(一) 高管薪酬的决定因素分析

1. 公司规模与业绩

公司规模对高管薪酬的影响主要体现在不同规模的企业对高管能力要求不同。随着企业规模的扩大,管理复杂度增加,对高管能力和经营专业化水平都提出了更高的要求,作为激励补偿的高管薪酬也就相应提高。Murphy (1986) 研究发现,高管现金薪酬相对于销售额的弹性在0.2~0.25之间,当用总资产衡量公司规模时,高管薪酬的资产弹性为0.3。^①一些国内学者也验证了高管薪酬与企业规模的显著正相关关系,但高管薪酬规模的弹性要低于国外企业。

关于业绩与高管薪酬的相关性,基于不同的研究时点和样本,学者们得出了截然不同的结论。Jensen & Murphy (1990) 认为,CEO的薪酬绩效敏感度过低以至于不能提供有意义的激励。^② Tosi等(2000)的研究发现,企业规模能解释高管薪酬的方差量(超过40%)远大于业绩能解释的方差量(不超过5%)。^③在早期国内学者研究中,上市公司高管薪酬与企业业绩不存在显著相关性(魏刚,2000)。^④近年的研究中,一些学者发现了高管薪酬与会计绩效之间存在显著正相关性(方阳春等,2007;^⑤李维安等,2010^⑥)。

在此,本文提出研究假设1:高管薪酬与公司规模正相关;研究假设2:高管薪酬与公司业绩正相关。

2. 管理层持股

一方面,管理层持股对高管薪酬具有一定

的替代效应,随着管理层持股比例的提高,管理层与股东的利益趋于协同,这意味着董事会不需要与管理层签订过高的激励性契约。另一方面,随着管理层持股比例的增加,管理层对董事会的影响力增大,从而使得管理层在薪酬博弈中有能力为自己获取更好的契约,这可能导致高管薪酬的攀升。管理层持股对高管薪酬的最终影响将是两方面力量综合作用的结果。基于笔者的实践经验,第一种替代作用的影响程度将会更大。

在此,提出研究假设3:高管薪酬与管理层持股比例负相关。

3. 股权结构:第一大股东持股

所有权集中度反映了董事会对管理层监督程度的高低,因而股权结构将会直接影响CEO的薪酬水平,至少具有某种调节作用。Fama等(1983)指出,当股权结构分散时,搭便车的问题凸显,没有人有足够动力去监督经理人,以防止其追逐个人私利的行为。^⑦同时,当股权分散时,管理层权力会更大,他们会倾向于给自己制定更高的报酬。反之,当股权较为集中时,虽然小股东仍然存在搭便车的问题,但大股东既有意愿也有能力去监控经理人的行为。赖普

① K. J. Murphy, Incentives, Learning and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts, The Rand Journal of Economics, vol. 17, no. 1 (Spring 1986) .

② M. C. Jensen, K. J. Murphy, Performance Pay and Top Management Incentives, Journal of Political Economy, vol. 98, no. 2 (April 1990) .

③ H. L. Tosi, S. Werner, J. P. Katz, L. R. Gomez-Mejia, How Much does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies, Journal of Management, Vol. 26, no. 2 (April 2000) .

④ 参见魏刚《高级管理层激励与上市公司经营绩效》,《经济研究》2000年第3期。

⑤ 参见方阳春、姚先国、赖普清《上市高新企业高管薪酬及其效应的实证研究》,《科研管理》2007年第7期。

⑥ 参见李维安、刘绪光、陈靖涵《经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论与实证分析》,《南开商业评论》2010年第2期。

⑦ E. F. Fama, M. C. Jensen, Agency Problems and Residual Claims, Journal of Law and Economics, vol. 26 (June 1983) .

清（2007）的研究发现，最大股东持股比例每上升1%，则高管年薪将下降0.7%左右。^①

在此，提出研究假设4：高管薪酬与第一大股东持股比例负相关。

4. 管理层权力：两职合一

CEO是否两职合一（即是否由同一个人担任CEO和董事会主席的情形）是被广泛地用来代表管理层权力的一个公司治理变量，这体现了董事会的独立性与管理层决策空间的大小。如果两职合一，董事长兼CEO可以任命与其意气相投的董事会成员，从而操纵董事会，对董事会薪酬决定程序产生更大影响（Boyd, 1994）。^② Cyert等（2002）研究发现，兼任董事长的CEO比没有兼任的要多得大约36%的股票薪酬。^③

在此，提出研究假设5：高管薪酬与两职合一正相关。

5. 董事会规模、监事会规模及独立董事比例

通常认为，过度拥挤的董事会不如小的董事会有效，大董事会常常意味着更大的代理问题。Core等（1999）指出，规模大的董事会效率更低且更容易被高管所控制，高管越有可能进行权力寻租。^④

规模大的监事会意味着员工更有可能发挥其对高管薪酬的监督治理能力，并制约高管薪酬的增长。然而CEO在很大程度上能够决定监事会成员的任免，从而影响或操纵监事会，因而监事会能否在现实中发挥制约管理层权力的作用也存在很大质疑。

独立董事是否有助于提高董事会的监督能力，从而影响高管薪酬还存在理论和实证上的分歧。有研究认为，外部董事比例的增加使得董事会能够比较客观地监控高层管理者，并且增强董事会在极端的情况下替换绩效不佳的CEO的能力，从而提高公司治理的有效性。然而，也有研究认为独立董事的存在并不一定能够增强董事会的监督能力，主要原因在于独立董事的较低津贴可能使其缺乏监督管理层的积极性，独立董事的来源和任免也会使其独立性受到挑战（有学者指出独立董事本身也面临着

代理问题），独立董事的比例如果太低也会影响其监督效力。

实证研究也存在较大分歧，张必武等（2005）发现独立董事比例对高管薪酬存在显著正效应，董事会规模与监事会规模对高管薪酬有显著的负效用。^⑤ 李维安等（2010）的研究表明，公司的独立董事比例、监事会的规模不能在显著的统计意义上解释高管薪酬的变化。

综合各学者的分析研究，在此，提出研究假设6：高管薪酬与董事会规模正相关；研究假设7：高管薪酬与监事会规模负相关；研究假设8：高管薪酬与独立董事比例负相关。

（二）企业绩效的决定因素——高管薪酬、管理层持股及公司治理的视角

理论上说，有竞争力的高管薪酬有助于企业吸引、招募到更有能力和经验的高管，从而对未来的企业业绩产生正面影响。Abowd（1990）的研究发现增加高管现金报酬将极大地正向影响股票收益，但是对财务收益（ROA和ROE）的影响较小。^⑥

随着代理人持股比例上升，委托人和代理人的利益趋向一致，其侵占股东利益的行为就会有所收敛，并且有强烈的动机采取行动促使公司的股票增值，因此企业绩效会随代理人持

① 参见赖普清《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年第5期。

② B. K. Boyd, Board Control and CEO Compensation, Strategic Management Journal, vol. 15, no. 5 (June 1994).

③ R. M. Cyert, S. H. Kang, P. Kumar, Corporate Governance, Takeovers, and Top Management Compensation: Theory and Evidence, Management Science, vol. 48, no. 4 (April 2002).

④ J. E. Core, R. W. Holthausen, D. F. Larcker, Corporate Governance, CEO Compensation and Firm Performance, Journal of Financial Economics, vol. 51, no. 3 (March 1999).

⑤ 参见张必武、石金涛《董事会特征、高管薪酬与薪酬敏感性——中国上市公司的经验分析》，《管理科学》2005年第4期。

⑥ J. M. Abowd, Does Performance - Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance? Industrial and Labor Relations Review, vol. 43, no. 3 (February 1990, Special Issue).

股比例的增加而上升 (Jensen 等, 1976)。^① 然而, 也有学者认为当代理人持股比例超过一定水平之后, 就可以利用投票权来保证自己在企业内的地位和福利, 不再追求企业价值最大化, 从而企业绩效会随代理人持股比例的增加而下降, 即两者之间可能存在曲线关系。

关于长期激励计划效用的实证研究结果也存在较大的分歧。Leonard (1990) 指出, 实施股权激励计划的公司的 ROE 增长远远超过没有此类计划的公司。^② 魏刚 (2000) 认为股权激励在我国不存在明显的效果。郭昱等 (2008) 研究发现高管年薪和持股水平对净资产收益率没有明显影响, 对息税前利润有显著正面影响。^③ 胡婉丽等 (2004) 发现高管薪酬对主营业务收入有显著正向影响, 而高管持股水平的回归系数不显著。^④

在此针对企业绩效的影响因素, 提出研究假设 9: 企业绩效与高管薪酬正相关; 研究假设 10: 企业绩效与管理层持股正相关; 研究假设 11: 企业绩效与是否实施股权激励计划正相关。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

研究期间为 2008 年至 2010 年, 研究数据全部取自沪深两地信息技术产业上市公司。初始样本源自 170 家公司的 3 年数据, 剔除掉 ST、PT 的公司以减少企业绩效极端值对研究结果的影响, 并进一步剔除数据不全的上市公司后, 我们共收集到了 310 个有效分析样本。数据主要来源于深圳国泰安 CSMAR 系列数据库。

2. 变量定义

(1) 第一类模型: 测度高管薪酬决定因素的变量

与其他研究类似, 高管薪酬将采用董监高前三位高管平均薪酬的对数作为被解释变量, 从而减少数据的偏态。本文高管薪酬定义为年度货币性工资, 不包括福利或股权激励的价值。

解释变量分为五类, 第一类是公司规模类变量, 包括公司总资产、主营业务收入、员工人数; 第二类是公司业绩类变量, 包括总资产

回报率 (ROA)、扣除非经常性损益后的净资产回报率 (ROE)、每股盈利 (EPS), 这些变量是在企业实践中常见的衡量高管业绩的关键绩效指标; 第三类是管理层持股变量; 第四类是公司治理类变量, 包括第一大股东持股比例、两职合一、董事会规模、监事会规模和独立董事比例; 第五类是控制类变量, 包括企业最终控制人性、经济区域和年度哑变量。

(2) 第二类模型: 测度企业绩效决定因素的变量

因变量为企业绩效 (ROA、ROE 或 EPS), 解释变量包括高管薪酬的对数、管理层持股比例、股权激励哑变量以及第一大股东持股比例。控制变量包括总资产的对数、企业最终控制人性、年度哑变量。

在两类模型中所使用的变量名称和定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	定义
高管薪酬	董监高收入最高的前三位薪酬平均值的对数
衡量公司规模变量	
总资产	年末总资产的对数
主营业务收入	年末主营业务收入的対数
员工人数	年末员工人数的对数
衡量公司业绩变量	
扣除非经常性损益后的净资产回报率	扣除非经常性损益后的利润总额/净资产
总资产回报率	净利润/总资产

① M. C. Jensen, W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 4 (October 1976).

② J. Leonard, Executive Pay and Firm Performance, Industrial and Labor Relations Review, vol. 43, no. 3 (February 1990).

③ 参见郭昱、顾海英《高管薪酬结构对经营绩效的影响》,《华东经济管理》2008年第4期。

④ 参见胡婉丽、汤书昆、肖向兵《上市公司高管薪酬和企业业绩关系研究》,《运筹与管理》2004年第6期。

续表

变量名称	定义
每股收益	净利润/公司总股本
衡量管理层持股的变量	
管理层持股比例	(公司董事持股+监事持股+高级管理人员持股)/公司总股本
股权激励哑变量	若公司自 2008 年以来实施了股权激励计划则取 1；否则取 0
衡量公司治理的变量	
第一大股东持股比例	年末第一大股东持有的股份数占总股本的比例
两职合一哑变量	若总经理兼任董事长则取 1；否则取 0
董事会规模	董事会总人数
独立董事比例	独立董事人数占董事会人数的比例
监事会规模	监事会总人数
控制变量	
企业最终控制人性质	若公司最终控制人是国有股东则取 1；否则取 0
经济区域哑变量	若公司注册地为一类省市 * 则取 1；否则取 0
年度哑变量	2008 年为基准年，采用 2009 年、2010 年两个哑变量

注*：此处一类省市是基于国家统计局发布的 2011 年人均支配收入的数据，取高于全国均值的前 8 位省市，包括上海、北京、浙江、天津、广东、江苏、福建和山东。

3. 研究假设与模型

如上文所述，本文将构建两类模型，分别考察高管薪酬和企业绩效的决定因素。

(1) 第一类模型：高管薪酬的决定因素，关键假设如上文所述，在此不再赘述，具体公式为：

$$PAY=A_0 + A_1SIZE + A_2iCONTROL_i + \epsilon$$

(1)

$$PAY=B_0 + B_1PERF + B_2iCONTROL_i + \epsilon$$

(2)

$$PAY = C_0 + C_1SIZE + C_2PERF + C_3iCONTROL_i + \epsilon$$

(3)

$$PAY=D_0 + D_1SIZE + D_2PERF + D_3MSP + D_4jGOVERNANCE_j + D_4iCONTROLS_i + \epsilon$$

(4)

其中：PAY 代表高管薪酬，SIZE 代表公司规模，PERF 代表公司业绩，MSP 代表管理层持股比例；CONTROL_i (i=1~4) 代表了 4 个控制变量，分别为经济区域、最终控制人性质和 2 个年度哑变量（2009 年和 2010 年）；GOVERNANCE_j (j=1~5) 代表了 5 个公司治理变量，分别为第一大股东持股、两职兼任、董事会规模、独立董事比例和监事会规模。

模型（1）考察公司规模对高管薪酬的影响；模型（2）考察公司业绩对高管薪酬的影响；模型（3）考察公司规模与业绩对高管薪酬的共同作用；模型（4）在模型（3）的基础上，考察管理层持股以及公司治理变量与高管薪酬的相关关系。

(2) 第二类模型：企业绩效的决定因素，具体公式为：

$$PERF= E_0+E_1PAY+E_2kCONTROL_k + \epsilon$$

(5)

$$PERF= F_0+F_1PAY++F_2LTI+F_3MSH +F_4SHA +F_5kCONTROL_k + \epsilon$$

(6)

其中：PERF 代表公司业绩（将分别用 EPS 和 ROE 来衡量），PAY 代表高管薪酬，LTI 为股权激励哑变量，MSH 为管理层持股比例，SHA 为第一大股东持股；CONTROL_k (k=1~4) 代表了 4 个控制变量，分别为总资产对数、最终控制人性质和 2 个年度哑变量。

模型（5）考察高管薪酬如何影响公司业绩；模型（6）考察高管薪酬、管理层持股、股权激励计划以及第一大股东持股如何共同影响公司业绩。

四、研究结果分析

(一) 描述性统计

表 2 描述了本研究样本在 2008 年至 2010 年期间的各类变量的演变趋势。参照其他学者的研究，我们对高管薪酬、公司规模类变量进行了对数变化，以保证变量的正态性。

表2 变量描述性统计分析

变量名称		2008年		2009年		2010年		3年总样本	
		均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
高管薪酬	前三位高管平均薪酬对数	12.76	0.61	12.82	0.60	12.96	0.58	12.87	0.60
公司规模	总资产对数	21.13	1.14	21.05	1.17	21.07	1.06	21.08	1.11
	营业收入对数	20.78	1.39	20.52	1.37	20.30	1.38	20.48	1.39
	员工人数对数	7.21	1.35	7.08	1.33	7.03	1.19	7.08	1.27
公司业绩	ROA	0.05	0.07	0.07	0.06	0.07	0.06	0.06	0.07
	ROE	0.06	0.14	0.12	0.13	0.09	0.11	0.08	0.13
	EPS	0.32	0.43	0.49	0.46	0.46	0.41	0.42	0.44
公司治理	高管持股比例(%)	12.23	21.00	15.38	23.00	21.20	25.00	17.29	24.00
	第一大股东持股比例(%)	32.74	14.00	32.69	15.00	32.87	15.00	32.78	15.00
	董事会规模	8.98	1.92	8.79	1.89	8.63	1.83	8.76	1.87
	监事会规模	3.65	1.24	3.59	1.11	3.52	1.05	3.57	1.11
	独立董事比例	0.36	0.05	0.36	0.05	0.37	0.05	0.36	0.05
	两职合一	0.24	0.43	0.37	0.49	0.36	0.48	0.34	0.47
	股权激励	0.09	0.28	0.05	0.23	0.14	0.33	0.09	0.29
控制变量	企业性质	0.48	0.50	0.37	0.49	0.32	0.47	0.37	0.48
	经济区域	0.78	0.42	0.77	0.42	0.81	0.39	0.79	0.41

前三位高管平均薪酬从2008年的41.9万元分别增长至2009年的45.1万元和2010年的50.8万元,高管薪酬的年复合增长率为10.1%。

在三年混合样本中,第一大股东持股比例均值为32.78%,说明信息技术产业的股权集中程度较高。管理层持股比例均值为17.29%,较高的管理层持股可能来自创始人股东兼高管的股份,以及在较早的年份实施股权激励计划的结果;实施股权激励的公司占比约为9%。从其他公司治理变量来看,两职合一的公司有34%;独立董事的比例约为36%,略高于证监会所要求的独立董事人数大于1/3的下限,可以看出各家上市公司更多地是希望满足监管合规的要

求,并没有主动增加独董比例的意愿。董事会平均规模为8.76人,最多为15人,最少为5人;监事会平均规模为3.57人,最多为9人,最少为2人。此外,最终控制人为国有的企业占比为37%;公司总部设在经济发达的一类省市的样本占比为79%。

(二) 高管薪酬、管理层持股与公司业绩的相关分析

表3提供了所有回归变量的皮尔森相关系数矩阵,从中可见变量间初步的相关关系。可以看到,高管薪酬与公司规模类指标及业绩类指标均呈现显著正相关,与管理层持股和第一大股东持股比例均为显著负相关,与董事会规模显著正相关,与监事会规模、独立董事比例

和两职合一没有显著的相关关系。

表 3 皮尔森相关性矩阵

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
高管薪酬	董监高前三人平均薪酬对数 (1)	1														
	总资产的对数 (2)	.272 ***														
公司规模	营业收入的对数 (3)	.310 ***	.883 ***													
	ROA (4)	.147 **	-.275 ***	-.221 ***												
	ROE (5)	.102 *	-.229 ***	-.223 ***	.841 ***											
	EPS (6)	.177 ***	-.034	-.113 **	.662 ***	.737 ***										
	高管持股比例 (7)	-.152 **	-.337 ***	-.415 ***	.223 ***	.273 ***	.312 ***									
公司治理	第一大股东持股比例 (8)	-.040 *	.174 ***	.179 ***	.052	.115 **	.083	-.113 **								
	董事会规模 (9)	.149 **	.252 ***	.250 ***	-.054	-.013	.077	-.218 ***	-.090 *							
	监事会规模 (10)	.006	.031	-.030	-.033	-.037	.004	.000	-.013	.305 ***						
	独立董事比例 (11)	.009	.066	.020	.081	.074	.056	.079	.006	-.401 ***	-.128 **					
	两职合一 (12)	-.018	-.186 ***	-.217 ***	.150 **	.181 ***	.126 **	.238 ***	.112 **	-.209 ***	-.073	.152 **				
	股权激励 (13)	.135 **	.056	.028	.117 **	.058	.073	.120 **	-.042	.009	.193 ***	.063	-.023			
	企业性质 (14)	.103 *	.411 ***	.477 ***	-.317 ***	-.350 ***	-.319 ***	-.551 ***	.302 ***	.128 **	.010	-.111 **	-.221 ***	-.106 **		
控制变量	经济区域 (15)	.162 **	.086	.109 **	.066	.110 **	.080	.023	.144 **	-.127 **	-.016	.025	.082	-.027	-.116 **	1

(三) 回归结果分析

1. 第一类模型：高管薪酬的决定因素分析

考虑到可能的多重共线性问题，本文分别计算了每一个多元回归方程解释变量的方差膨胀因子，结果显示所有变量方差膨胀因子的值都小于 2，这表明多重共线性问题不会显著影响本文的回归结果。

表 4 高管薪酬决定因素的回归结果分析

因变量	董监高前三位高管平均薪酬的对数			
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)
规模类变量				
营业收入对数	0.169 (6.373) ***		0.178 (6.834) ***	0.149 (5.083) ***
业绩类变量				
ROA		1.692 (3.221) ***	1.986 (4.007) ***	3.309 (5.257) ***

续表

因变量	董监高前三位高管平均薪酬的对数			
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)
公司治理类变量				
管理层持股比例				-0.396 (-2.263)**
第一大股东持股比例				-0.522 (-2.030)**
两职合一				0.186 (2.437)**
董事会规模				0.026 (1.278)
监事会规模				0.013 (0.397)
独立董事比例				0.108 (0.145)
控制类变量				
经济地区	0.146 (1.829)*	0.234 (2.861)**	0.131 (1.677)*	0.148 (1.752)*
企业性质	-0.093 (-1.221)	0.214 (2.952)**	-0.023 (-0.304)	-0.012 (-0.129)
2009 年	0.070 (0.806)	0.025 (0.276)	0.039 (0.459)	0.061 (0.670)
2010 年	0.207 (2.549)**	0.153 (1.803)*	0.178 (2.231)**	0.202 (2.474)**
常数项	9.376 (17.717)***	12.581 (117.737)***	9.069 (17.319)***	9.438 (15.217)***
调整 R 方	0.133	0.059	0.169	0.207
观测样本量	310	310	310	310

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

在按照所构建的 4 个子模型回归之前，为了验证各项变量对高管薪酬的影响力大小，笔者选择了代表公司业绩的关键指标（ROA、ROE、EPS、净利润）、代表公司规模指标（总资产、主营业务收入、员工人数）、管理层持股、各类公司治理变量和控制变量，采用逐步法进行回归分析（限于篇幅，在此没有列出具体的数据），依次进入模型的变量分别为主营业务收入、ROA、2010 年哑变量，均具有显著的正效应。这说明了主营业务收入相对其他规模类变量、ROA 相对于其他业绩类变量具有更好的解释力。研究结果还显示，主营业务收入能够解释高管薪酬变异量的 10.6%，ROA 能解释企业高管薪酬方差量超过 7.4%，与 Tosi 等人（2000）的研究结果比较，企业规模的解释力度大幅减弱，而公司业绩对高管薪酬的影响有所增强。为了进一步验证管理层持股以及公司治理类变量对高管薪酬的影响，我们又采用进入法分别对子模型（1）～（4）进行了回归分析，其中规模类变量采用主营业务收入，业绩类变量采用 ROA。

40

回归结果主要发现如下：

（1）高管薪酬与主营业务收入及 ROA 均呈现显著正相关（ $P < 0.01$ ），证实了本文的假设 1 和假设 2。模型 1 的调整后 R 方（0.133）明显大于模型 2（0.059），说明企业规模对高管薪酬有更强的解释力。在同时纳入主营业务收入和 ROA 的回归模型 3 中，调整后 R 方上升为 0.169，此外主营业务收入的标准化系数（0.321）大于 ROA 的标准化系数（0.281，限于篇幅，标准化系数没有列出），进一步证实了公司规模相对绩效对高管薪酬有更强的解释力。参照 Murphy 的定义，上述模型中高管薪酬的规模弹性系数为 0.149～0.178。经过测算发现，如果主营业务收入提高 50%，高管薪酬增加约 6.5%，证实了中国信息技术产业上市公司的薪酬规模弹性要明显低于发达国家，即中国上市公司对以企业规模为代表的反映高管能力的人力资本定价要低于发达国家水平。

（2）管理层持股与高管薪酬显著负相关（ $P < 0.05$ ），证实了假设 3，说明高管持股对于高管现金薪酬存在一定程度的替代效应。

(3) 公司治理特征对高管薪酬有着显著影响，可以看到在加入管理层持股和各类公司治理变量后，调整后 R 方由 0.169（模型 3）提高至 0.209（模型 4）。首先，第一大股东持股与高管薪酬显著负相关（ $P<-0.05$ ），证明了假设 4，说明第一大股东对管理层权力的监督和制约效应确实存在。其次，两职合一与高管薪酬显著正相关（ $P<0.05$ ），证明了假设 5，说明在两职合一的公司中，CEO 拥有更大的权力，能够有效影响董事会，从而为自身获取比较有利的薪酬契约。最后，董事会规模、监事会规模、

独立董事比例对高管薪酬的影响系数为正，但统计上不显著，假设 6、假设 7、假设 8 并没有得到证实。

此外，我们还可以看到经济地区哑变量与高管薪酬显著正相关（ $P<0.1$ ），即公司注册地是否处于一类省市对高管薪酬具有正面影响；2010 年哑变量与高管薪酬显著正相关，即 2010 年信息技术产业高管薪酬水平显著高于 2008 年，说明经历金融危机之后，上市公司高管薪酬水平逐渐恢复。

2. 第二类模型：企业绩效的决定性因素分析

表 5 企业绩效决定性因素的回归结果分析

因变量	企业业绩（EPS）	
	模型（5）	模型（6）
高管薪酬类变量		
前三高管平均薪酬的对数	0.133 (3.538)***	0.156 (4.278)***
公司治理类变量		
股权激励		0.008 (0.118)
管理层持股比例		0.452 (4.216)***
第一大股东持股比例		0.365 (2.315)**
控制变量		
总资产的对数	0.025 (1.121)	0.073 (3.276)***
企业性质	-0.314 (-6.400)***	-0.241 (-4.380)***
2009 年	0.132 (2.254)**	0.103 (1.802)*
2010 年	0.128 (2.292)**	0.059 (1.143)
常数项	-1.752 (-3.060)**	-3.273 (-5.613)***
调整 R 方	0.152	0.228
观测样本量	310	310

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

回归结果的关键发现如下：

(1) 在信息技术产业，高管薪酬对于企业业绩具有显著的正效应（ $P<0.01$ ），我们以 ROE 代替 EPS 为因变量，也得到了同样的结论，这说明高管薪酬对于企业绩效的正面影响是非常稳定的，假设 9 得到了验证。

(2) 管理层持股比例对于企业绩效具有显著的正效应（ $P<0.01$ ），假设 10 得到了验证。

(3) 股权激励对于企业绩效具有正效应，但统计上不显著，假设 11 没有得到证实。可能

的原因在于 2008 年至 2010 年期间，信息技术产业实施股权激励的上市公司比例较低（占样本 9%），时间周期过短，尚无法验证股权激励对企业中长期业绩的影响效果。

(4) 第一大股东持股比例对于企业业绩具有显著的正效应（ $P<0.05$ ），说明拥有大量股权的第一大股东作为积极的投资者，有充足的动力来监督管理层提升企业绩效，从而对业绩产生正面影响。

(5) 最终控制人性性质哑变量对于企业绩效

具有显著的负效应 ($P < -0.01$), 说明最终控制人为国有控股的企业, 其企业绩效表现明显要差于民营控股企业。

(6) 在子模型 (2) 中, 通过分析各项自变量的标准化系数大小 (限于篇幅, 没有在本文列出), 可以看到对于企业绩效的影响力从高到低排序为: 最终控制人性质 (-0.284) $>$ 管理层持股 (0.261) $>$ 高管薪酬 (0.227) $>$ 总资产 (0.186) $>$ 第一大股东持股 (0.125)。

(四) 稳健性检验

为检验实证估计中回归系数的敏感程度, 在第一类模型中, 本文先后以最高高管薪酬的对数代替董监高前三位高管平均薪酬的对数作为被解释变量, 以总资产代替主营业务收入, 分别以 ROE 或 EPS 代替 ROA, 回归结果未发现显著差异。

在第二类模型中, 本文交替使用 ROE、ROA 和净利润替代 EPS 作为被解释变量, 在每一次的回归结果中都证实了高管薪酬、管理层持股对企业绩效具有显著的正向效应, 企业最终控制人性质 (是否国有) 对企业绩效有着显著的负效应, 因而稳健性检验均能有效支持本文结论。另外, 在以 ROA 为被解释变量的回归模型中, 股权激励哑变量对 ROA 具有显著正效应 ($P < 0.05$), 即实施股权激励的公司的 ROA 要高于没有此类计划的公司。

五、总结与展望

本文基于国内外学者在高管薪酬契约决定因素的研究成果, 提出了规模和绩效、管理层持股以及公司治理特征的几组理论假设。通过研究 2008 年至 2010 年信息技术产业上市公司数据, 本文得到了一些有意义的发现。总体而言, 信息技术产业上市公司高管薪酬水平的主要决定因素是公司规模 (主营业务收入)、公司业绩 (ROA)、管理层持股比例、第一大股东持股比例、两职合一和公司所在的经济区域。首先, 证实了企业规模对高管薪酬有最强的解释能力, 同时高管薪酬与规模的弹性系数要明显小于西方发达市场。企业规模大小是衡量管理复杂度高低的一个核心指标, 反映了市场对经理人才

能的定价。相对于公司业绩而言, 企业规模的扩张能够给管理层带来更大的个人利益。在实际工作中, 外部咨询顾问在评估最高管理人员的岗位职等时, 规模是核心的衡量指标 (主要包括总资产、主营业务收入、员工人数等), 并以此结果作为与其他同行薪酬对比的依据, 这会进一步助长高管偏好企业规模扩张的行为, 董事会需要监控可能存在的有悖于股东利益的公司扩张。其次, 管理层持股对高管薪酬具有一定程度的替代效应, 反映了随着管理层持股比例的提高, 能够驱使管理层将注意力放在公司价值的中长期增长上, 从而相对不拘泥于短期利益的得失。再次, 公司治理特征对高管薪酬具有一定的调节作用, 第一大股东持股比例对高管薪酬具有抑制作用, 这体现了第一大股东在公司内部治理机制中所发挥的积极作用; 两职兼任的管理层可以获得较高的薪酬契约, 说明两职合一明显强化了管理层的权力; 然而本文并没有发现董事会规模、监事会规模以及独立董事比例对于高管薪酬的显著影响, 特别是独立董事平均比例仅为 36.6%, 只是满足了证监会要求的独立董事比例的下限, 远远低于美国上市公司的独董比例。可以看出, 许多国内公司并不真正认可独立董事的价值, 独立董事的存在更多地是为了满足监管层的需要, 在中国上市公司的独立董事制度可能流于形式, 监管效应并不明显。因此, 虽然从形式上中国上市公司的公司治理结构与西方发达国家开始接轨, 然而目前内部治理机制的效力主要是通过第一大股东来实现的, 其他看似表面健全的公司治理结构并不能形成对经理权力的有效约束, 如何真正发挥独立董事、董事会、监事会对于管理层权力的制约作用仍然是上市公司的重要任务。

此外, 本文还研究了公司业绩的决定因素, 从高管薪酬、管理层持股、股权激励和第一大股东比例等角度提出了一些核心假设。首先, 本文证实了高管薪酬对公司业绩具有正面促进作用, 高管薪酬的高低反映了公司吸引人才能力的大小。其次, 本文发现管理层持股对企业业绩有显著的正效应, 而股权激励的影响系数

为正，但不够显著（除了在以 ROA 为因变量的回归模型中显著为正），看似不能证实股权激励的效用。然而笔者认为，管理层持股水平反映了在 2008 年以前公司实施股权激励的累积效应以及创始人股东兼高管的持股效应，2008 年至 2010 年期间股权激励计划由于实施时间尚短，很多公司的股权尚未解锁，其对绩效的正面影响尚不能完全展现。仔细解读管理层持股对业绩的显著正效应，可以看出，从中长期来看，实施股权激励计划、鼓励管理层持股将对公司的中长期业绩起到积极的促进作用。本研究证实了信息技术产业上市公司的高管薪酬及管理层持股的制度安排对于提升企业经营绩效发挥了一定的积极效用。

总体而言，本研究对于高管薪酬政策监管和实务操作也具有一定的启示意义。首先，从中长期来看，提升管理层持股比例和实施股权激励计划将有益于上市公司的整体业绩表现，因而，建议监管当局考虑逐步“松绑”股权激励的监管政策，鼓励更多的上市公司实施股权激励计划，从而充分激发管理层的所有者意识，最终实现股东、管理层和相关利益群体的多赢局面。其次，上市公司需要进一步探讨如何建立健全完善的公司治理机制，不能仅靠第一大股东发挥公司内部治理效力，还要让独立董事、董事会和监事会真正发挥制约管理层权力的作

用，而不仅仅是流于形式。

鉴于文章的局限性，本研究尚存在以下改进空间。首先，本文实证检验中用来衡量高管薪酬的变量仅包括年度现金薪酬，这并非公司高管所能得到的全部报偿，我国上市公司的高管大多享受着奢侈的在职消费，特别是国有企业，衡量在职消费水平并补充进本文的分析将提高本文研究结论的适用性。其次，企业绩效对高管薪酬的影响并非单期的，有可能存在滞后效应，如果能将前一期绩效补充进本文验证，将可以进一步验证绩效对高管薪酬的实际影响。最后，高管薪酬的结构是复杂的，对于高管薪酬的不同组成部分（基本薪酬、奖金、长期激励和福利），其决定因素也是不同的，各组成部分与企业绩效之间具有多重联系，限于数据披露的原因，本文目前只能将高管现金薪酬作为一个整体来研究。如果未来中国上市公司的高管薪酬数据披露能够进一步完善，将可以更为有效地分析高管薪酬、公司治理和业绩的交互关系。

本文作者：胡玲是中国社会科学院财经战略研究院博士后；陈黎琴是中国地质大学（北京）人文经管学院讲师；黄速建是中国社会科学院工业经济研究所研究员、博士生导师

责任编辑：王姣娜

Empirical Analysis on Executive Compensation, Corporate Governance and Firm Performance

Hu Ling Chen Liqin Huang Sujian

Abstract: Based on the data of information technology industry listed company in 2008—2010, this paper shows: firstly, firm scale and performance have major positive influence on executive compensation; secondly, management ownership has substitutive effects on executive compensation; thirdly, major shareholder plays the key role on internal control systems, other corporate governance mechanisms fail to constrain the management power; finally, executive compensation, management ownership and major shareholder ownership all have significant positive effects on firm performance, which suggests the implementation of equity incentive plan will be conducive to the firm performance in the long run.

Key words: executive compensation; corporate governance; management ownership; firm performance; empirical study