

# 高管薪酬及其与公司业绩相关性的影响因素

## ——基于上市公司的实证研究

邹东美

东南大学经济管理学院, 江苏南京 (211189)

E-mail: [zdmsh@163.com](mailto:zdmsh@163.com)

**摘要:** 高管薪酬及其与公司业绩相关性的影响因素是一个受到广泛关注的问题。本文以 2007 年我国的 300 家上市公司为样本, 运用回归、偏相关分析模型对上述问题进行实证研究, 发现在高管不持股的情况下, 高管薪酬与公司业绩显著正相关; 高管薪酬与公司规模显著正相关, 但公司规模不影响高管薪酬与公司业绩之间的相关性; 董事长与总经理二职兼任与否也对高管薪酬有一定影响, 但对薪酬与公司业绩之间的相关性不存在显著影响; 公司治理结构与高管薪酬之间不存在显著相关性。

**关键词:** 高管薪酬; 薪酬与业绩相关性; 影响因素; 偏相关分析

### 1. 引言

2007 年高管天价年薪曝光, 舆论哗然; 2008 年金融危机, 在经营业绩下滑的情况下, 仍有不少公司高管年薪大幅上涨; 2009 年高管限薪引来争议。高管的薪酬问题一直受到社会的关注, 人们普遍认为目前高管薪酬过高, 这与其对公司的贡献并不匹配, 这种不匹配的薪酬制度是不公平的, 不能达到有效激励高管的目的。那么高管的薪酬由什么决定? 根据委托-代理理论, 公司是盈利组织, 出发点和归宿都是盈利, 公司付给高管报酬是为了让高管给其带来相应的利益, 这种利益主要反映在其业绩上, 既然如此, 高管的薪酬就应该由业绩决定, 事实是不是这样呢?

关于高管薪酬问题, 西方学术界已经做过较多的实证研究, 通常选取的影响因素有五个: 公司业绩、政府干预程度、公司规模、高管持股水平以及股权结构。我国关于这个问题的研究近几年刚刚兴起, 取得了不少研究成果, 但是我认为有三点不足之处: 一、研究多基于 2002 年之前的数据, 对于快速增长、不断变化的中国经济和中国公司来说, 需要用新的数据来更新研究; 二、对于薪酬与公司业绩的相关性研究, 通常采用的薪酬是高管的货币性报酬, 不少人得到的结论是高管薪酬与公司业绩之间不存在显著相关性, 由于没有考虑高管持股与否的影响, 这种结论是不全面的; 三、研究方法多采用相关分析法, 没有对其他变量的影响进行控制, 应采用偏相关分析法。本文基于 2007 年 300 家上市公司年报数据, 在西方研究的基础上, 又根据我国具体情况, 选取了公司业绩、公司规模、公司治理结构、董事长与总经理二职兼任与否和高管持股与否五个因素来研究其对高管薪酬以及高管薪酬与公司业绩之间相关性的影响, 分析方法采用偏相关分析法, 为制定合理的高管薪酬提供一定的理论和事实依据。

### 2. 国内外文献综述

国外对高管薪酬问题的研究已有很长的历史, 早期的委托-代理理论认为, 要使经理人

采取符合股东利益的行动，就应该向经理人提供较高激励，使经理人薪酬与公司业绩挂钩。这一观点在理论逻辑上非常有说服力，得到主流学派的认可，但很多学者对此进行了实证研究，得到的结果却和理论存在着较大的差异。Jensen & Murphy (1990) 对美国 7600 多位公司高层管理人员薪酬和公司业绩关系的经验研究发现，公司高层管理人员薪酬与公司业绩存在显著的正向关系，但这一结果在经济上意义并不大，股东价值每增加 1000 美元，公司高层管理人员财富仅增加平均 3.25 美元<sup>[1]</sup>。Tosi 等 (2000) 对至少近十年有关高层管理人员薪酬与公司规模、业绩关系研究进行了元分析，发现公司的规模能解释公司高层管理人员薪酬方差的量超过 40%，而公司的业绩能解释公司高层管理人员薪酬方差量不超过 5%<sup>[2]</sup>。Ramaswamy 等 (2000) 把高管薪酬所有的影响因素归为人力资本因素、公司治理结构因素、公司的规模和业绩<sup>[3]</sup>。Cyert (2002) 等构建了一个董事会与 CEO 之间的博弈模型并进行了实证检验，证明在有大股东存在的情况下，作为内部治理机制的董事会和外部接管威胁可以有效防止高管自定薪酬。另外，董事持股、外部董事比例、董事会规模对经理薪酬都有显著影响<sup>[4]</sup>。目前西方学术界的研究焦点主要集中在五大因素上：公司业绩、政府干预程度、公司规模、高级管理层持股水平以及股权结构。

国内对于高管薪酬影响因素的研究是近几年刚刚兴起的，因为我国股市建市比较晚，在此之前很多数据都是很难得到的。国内学者的研究情况：魏刚 (2000)、李增泉 (2000) 等通过研究，都发现上市公司高管的薪酬与公司规模密切相关，李增泉的研究还发现高管薪酬与公司业绩之间不存在显著相关性<sup>[5, 6]</sup>。林浚清 (2003) 等研究了监事会规模、董事会独立性对高管薪酬差距的影响<sup>[7]</sup>。谌新民、刘善敏 (2003) 对 2001 年上市公司高管薪酬分析发现，高管的持股比例与经营业绩有显著性弱相关性<sup>[8]</sup>；胡婉丽等 (2004) 的研究结果是高管薪酬水平与公司业绩显著正相关，而高管持股与公司业绩负相关，在统计上不显著<sup>[9]</sup>。国内的研究大都基于 2002 年以前的数据，中国公司增长迅速，这些年来发生了很多重大变革，我们需要用新的数据来更新研究。

### 3. 研究设计

#### 3.1 概念界定

高级管理人员简称高管。即公司管理层中担任重要职务、负责公司经营管理、掌握公司重要信息的人员，主要包括经理、副经理、财务负责人，上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员。

薪酬。本文的薪酬指货币性工资，由于我国绝大部分上市公司对高管层实行的都是年薪制，因此文中的高管薪酬指上市公司年报中披露的高管年薪，不包括福利和股票。

#### 3.2 样本选择与数据来源

本文随机选取了我国 2007 年 300 家上市公司作为研究样本。选取的数据包括高管人员的年薪、公司的资产规模、净资产收益率、治理结构、董事长与总经理二职是否兼任和高管持股与否。所有样本中，293 家公司清楚披露了高管人员的年薪，295 家公司披露了高管人员的持股情况，294 家公司披露了董事会的持股情况，294 家公司披露了国有资产持股情况，

291 家公司披露了外资持股情况。

本文数据均来自中国证监会指定信息披露网站——巨潮资讯发布的沪深两市上市公司 2007 年的年度报告，由作者手工整理得到。

本文采用的研究方法主要是基本描述统计和偏相关分析，数据处理使用 SPSS16.0 软件。

### 3.3 研究假设

本文认为影响高管薪酬的因素有公司的业绩、规模、治理结构、董事长与总经理二职兼任与否和高管持股与否，提出假设如下：

H1：高管的薪酬与公司业绩之间存在正相关性，由于本文选取的薪酬是高管的货币性报酬，应该考虑高管持股与否的影响。当高管不持股时，取得的主要报酬就是货币性报酬，此时薪酬应与公司业绩正相关；当高管持股时，公司通过持股等方法将高管薪酬与公司业绩挂钩，单纯的货币性报酬与公司业绩的相关性就不显著。

这一假设的理论依据为委托-代理理论。公司所有者雇佣管理者来管理公司，最终目的都是为了赚取更多的利润，公司业绩越好，所有者赚到的利润就越多，相应的，管理者就会要求更多的薪酬作为奖励。

H2：高管薪酬与公司规模之间存在正相关性，公司规模对高管薪酬与业绩之间的相关性存在一定影响。

通常公司规模越大，所拥有的资源就越多，可供高管支配的资源也就越多，高管控制较多的资源有助于创造较高的利润，同时工作量也会增加，与此相适应，高管就会要求更高的报酬作为补偿。通常公司规模越大，各项制度也会越完善，包括高管的薪酬制度，会尽量将高管的薪酬与业绩挂钩，以达到有效激励高管的目的。

H3：高管的薪酬受公司治理结构的影响，国有持股、外资持股、董事会持股和高管持股比例均会对高管薪酬产生一定影响作用。

对于国有资产、外资、董事会来说，持股比例越大，对公司拥有的所有权就越多，对高管的制衡能力就越大，对高管薪酬会产生一定的负面影响。而对于高管持股来说，薪酬和股权作为两种激励工具是可以相互替代的，在保持总效用不变的情况下，持有股权相应的就会减少部分固定薪资，因此高管持股对其薪酬具有负作用。

H4：董事长与总经理二职兼任，使高管具有更高水平的薪酬，并且会影响高管薪酬与公司业绩之间的相关性。

二职兼任使高管具有双重角色，影响董事会的独立性，容易导致高管影响董事会作出更有利于自身的决策，从而为高管制定更高水平的薪酬。在二职分离的公司中，所有者会更多的考虑公司的利益，更加有动机将高管的薪酬与公司业绩联系起来。

### 3.4 模型构建

在样本中，所有公司对高管均采用年薪制，因此高管薪酬变量选取公司高管年薪收入前三名的平均值（COMP）作为代表指标。

公司业绩变量选取加权平均净资产收益率（ROE）作为代表指标，因为我国资本市场还不成熟，投机现象大量存在，基于公司市值的测量指标不能反应公司的真实业绩，并且监管

部门和公司经营者都非常关注净资产收益率指标。

公司规模变量选取公司总资产 (ASSET) 作为代表指标。

公司治理结构变量选取国有持股比例 (NS)、外资持股比例 (FS)、董事会持股比例 (BS) 和高管持股比例 (MS) 作为代表指标。

董事长与总经理二职兼任与否 (DUAL) 为哑变量。当二职兼任时, DUAL 等于 1, 否则等于 0。

高管持股与否 (MSAL) 也为哑变量。当高管持股时, MSAL 等于 1, 否则等于 0。

构建模型如下:

$$\text{COMP} = F(\text{ASSET}, \text{NS}, \text{FS}, \text{BS}, \text{MS}, \text{DUAL}, \text{MSAL}) + \beta \cdot \text{ROE} + \varepsilon$$

公司总资产 (ASSET), 治理结构 (NS, FS, BS, MS), 董事长与总经理二职兼任与否 (DUAL) 和高管持股与否 (MSAL) 均作为控制变量,  $\beta$  为薪酬与业绩的相关系数,  $\beta$  越大, 表明薪酬与公司业绩的关联程度越强。

由于高管薪酬, 总资产, 持股比例等数据数量级差别太大, 在用 SPSS 处理数据时, 首先对所有数据进行了 Zscore 标准化, 消除变量间的量纲关系, 使数据具有可比性。下面模型的计算检验都是采用标准化数据进行。

## 4. 研究结果与分析

### 4.1 总体描述

表 1 是对样本的总体描述, 包括各个指标的样本数, 最大、最小值, 均值和标准差。

表 1 总体描述

指标	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
高管薪酬	293	34300	39767300	531561.09	2374085.396
净资产收益率	299	-0.7900	0.7785	0.097109	0.1497306
总资产	300	67141714.00	8.68E12	7.6772E10	6.44856E11
国有持股比例	294	0.0000	0.9100	0.310136	0.2236220
外资持股比例	291	0.0000	0.4500	0.019038	0.0684793
高管持股比例	295	0.000000	0.050985	0.00047818	0.003347803
董事会持股比例	294	0.000000	0.397477	0.00289042	0.029611121

从表 1 可以看到, 高管薪酬从 34300 到 39767300 不等, 最小值与最大值之间相差 1000 多倍。高管的持股比例最大为 0.050985, 平均只有 0.00047818, 可见我国上市公司高管的持股比例还是很低的。

### 4.2 假设检验

#### 4.2.1 公司业绩的影响

通过控制 ASSET, NS, FS, MS, BS, DUAL, AREA 和 INDU 变量的影响, 对 COMP 和 ROE 进行偏相关分析, 得到表 2。

表 2 高管薪酬与公司净资产收益率的偏相关分析

Control Variables	Zscore: ROE
Zscore: ASSET & Zscore: NS	Correlation .073
Zscore: COMP & Zscore: FS & Zscore: MS & Zscore: BS & DUAL & AREA & INDU	Significance (2-tailed) .229
	df 268

从表 2 中可以看到，当不考虑高管持股与否的影响时，COMP 与 ROE 的偏相关系数为 0.073，呈微弱的正相关，但是其双尾 t 检验值 (0.229) 大于给定的显著性水平 (0.1)，不能拒绝零假设，认为偏相关系数与零无显著差异，即高管薪酬 (COMP) 与公司业绩 (ROE) 之间不存在显著相关性。

当考虑高管持股与否的影响时，将数据按照高管持股与否分为两组 (持股 MSAL=1，不持股 MSAL=0)，分别进行检验，得到表 3。表 3 的前 4 列为分组数据薪酬和业绩变量的均值，标准差描述，后 4 列为对分组数据进行的薪酬业绩偏相关分析。

表 3 高管持股与否对高管薪酬及其与业绩相关性的影响

MSAL	COMP	ROE	Control Variables	Zscore: ROE
0	N 167	168	Zscore: ASSET & Zscore: COMP	Correlation .200
	Mean 423027.54	.093796	Zscore: NS & Zscore: FS & Zscore: MS & Zscore: BS	Significance (2-tailed) .013
	Std. Error of Mean 57366.546	.0135991		df 152
1	N 123	128	Zscore: COMP & Zscore: BS	Correlation .042
	Mean 686982.93	.101244		Significance (2-tailed) .654

样本中，168 家公司高管没有持股 (其中 167 家详细披露了高管薪酬)，128 家公司高管持有比例股票 (其中 123 家公司详细披露了高管薪酬)。从表 3 中可以看到，高管不持股时的薪酬 (423027.54) 要低于持股时的薪酬 (686982.93) 水平。在高管没有持股的公司，高管薪酬与公司业绩之间的偏相关系数通过了双尾 t 检验，可以认为存在显著正相关性。在高管持股的公司中，则不存在显著相关性。假设 H1 成立。

#### 4.2.2 公司规模的影响

通过控制 ROE, NS, FS, MS, BS, DUAL, AREA 和 INDU 变量的影响，对 COMP 分别和 ASSET, ROE 进行偏相关分析，得到表 4。

表 4 高管薪酬与公司总资产

Control Variables	Zscore: ASSET	Zscore: ROE
Zscore: NS & Zscore: FS & Zscore: Correlation	.122	.078
Zscore: MS & Zscore: BS & COMP Significance (2-tailed)	.045	.201
DUAL & AREA & INDU & df	268	.269
Zscore: ROE		

从表 4 中可以看到，COMP 与 ASSET 的偏相关系数为 0.122，双尾 t 检验值（0.045）小于给定的显著性水平（0.1），应拒绝零假设，认为偏相关系数与零有显著差异，即高管薪酬与公司规模之间存在相对比较显著的正相关关系。COMP 与 ROE 的偏相关系数为 0.078，但未通过双尾 t 检验，认为高管薪酬（COMP）与公司业绩（ROE）之间不存在显著相关性。这个偏相关分析是在不控制公司规模变量影响的情况下进行的，因此认为公司规模对薪酬与业绩的相关性没有影响。假设 H2 不完全成立。

#### 4.2.3 公司治理结构的影响

通过控制 DUAL, AREA, INDU, ROE 和 ASSET 变量的影响，将 COMP 分别与 NS, FS, MS, BS 进行偏相关分析，得到表 5。

表 5 高管薪酬与公司治理结构的偏相关分析

Control Variables	Zscore: NS	Zscore: FS	Zscore: MS	Zscore: BS
DUAL & AREA & Zscore: Correlation	-.070	-.005	.045	.013
INDU & Zscore: COMP Significance (2-tailed)	.247	.931	.462	.833
ROE & Zscore: ASSET df	271	271	271	271

从表 5 中可以看到，COMP 与 NS, FS, MS, BS 之间的偏相关系数（-0.070, -0.005, 0.045, 0.013）均未通过双尾 t 检验，不能拒绝零假设，认为偏相关系数与零无显著差异。即高管薪酬不受公司治理结构的影响。假设 H3 不成立。

#### 4.2.4 董事长与总经理二职兼任与否的影响

表 6 显示了二职兼任与否对高管薪酬及其与业绩相关性的影响。首先将数据按照二职兼任与否分为两组（二职兼任 DUAL=1，二职分离 DUAL=0），表 6 的前 4 列为分组数据薪酬变量的均值，标准差描述，后 4 列为对分组数据进行的薪酬业绩偏相关分析。

表 6 二职兼任与否对高管薪酬及其与业绩相关性的影响

DUAL	COMP	ROE	Control Variables	Zscore: ROE
0	N	265	Zscore: ASSET & COMP	Zscore: Correlation .085
	Mean	549872.08	Zscore: NS & Zscore: ASSET & COMP	Significance (2-tailed) .184
	Std. Error of Mean	153276.959	Zscore: df	244
		.099149		
		.0090953		

1	N	28	28	FS &	Zscore:	Correlation	.310
	Mean	358260.71	.077361	Zscore:	COMP	Significance	.161
	Std. Error	40439.690	.0285420	MS &		(2-tailed)	
	of Mean			Zscore:			
				BS		df	20

从表 6 中可以看到，董事长与总经理二职分离的公司有 272 家，其中披露高管薪酬的有 265 家；二职兼任的公司有 28 家，均按要求对高管薪酬进行了披露。中国证监会曾发布《上市公司治理准则》，建议上市公司董事长与总经理二职分离，从样本数据来看，绝大多数公司采纳了这个建议。从表 5 中可以看到，二职分离的公司，高管薪酬均值与公司业绩均值都明显高于二职兼任的公司。二职分离时 COMP 与 ROE 的偏相关系数要显著小于二职兼任时的系数，但两种情况下的偏相关系数都未能通过双尾 t 检验，因此认为二职兼任与否对薪酬与业绩的相关性没有影响。假设 H4 不成立。

## 5. 结论与讨论

通过以上分析，可以得到以下结论：

(1) 在高管不持股的情况下，我国上市公司高管年薪与公司业绩显著正相关。

(2) 我国上市公司高管年薪与公司规模显著正相关，但公司规模对高管薪酬与公司业绩之间的相关性影响并不显著。

(3) 高管薪酬与国有持股、外资持股、董事会持股和高管持股比例之间不存在显著相关性。

(4) 董事长与总经理二职分离确实提高了公司的业绩，但也提高了高管的薪酬水平，二职分离时高管的薪酬水平要高于二职兼任时的薪酬水平，这与我们的直觉想法相反。

本文结论的实际意义与政策意义如下：

(1) 委托人与代理人，通俗地说就是所有者与管理者之间的关系是一种博弈。他们之间既是利益的共同体，又存在着利益相互矛盾的地方。如果高管的报酬是固定的，与公司盈余没有太多联系，当公司亏损时，他们享受固定收益，不需要承担风险；当公司业绩很好时，他们仍然是固定收益，不能得到奖励，显然，这样必然会打击高管的积极性，只有在高管的收益与公司业绩有某种联系时，高管才有动力去为公司创造利润，因此要加强公司高管与公司业绩之间的联系，这是现代企业管理的必然趋势。

(2) 高管年薪与公司规模显著正相关，这与 Murphy(1985) 对美国公司的研究结论相一致。这样的报酬制度容易导致高管对资产的滥用，为追求规模而进行一些风险较大的投资活动，增加公司的经营风险。公司要警惕这种现象，将高管薪酬与公司业绩挂钩，而不是与规模挂钩。

(3) 董事长与总经理二职分离显著提高了公司的业绩，同时也提高了高管的薪酬水平。二职分离有利于提高董事会的独立性，从而做出更加客观的决策，有利于公司的运营，所以我国证监会提倡公司二职分离，但是公司在做到二职分离的同时，还要注意高管薪酬的制定

要以公司业绩为基础，避免出现贡献与回报严重不相符的情况，影响薪酬的激励效用。

### 参考文献

- [1]Jensen, Michael C. , Murphy, Kevin J. Performance pay and top-management incentives [J]. The Journal of Political Economy, 1990, 2: 225-264.
- [2]Tosi, H. L. ,Werner, S. , et al . How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies[J]. Journal of Management, 2000, 26: 301-339.
- [3]Ramaswamy, K. , Veliyath, R. , Gomes, L. A study of the determinants of CEO compensation in India[J]. Management International Review, 2000, 40: 167-191.
- [4]Cyert R. M. , Kang S. H. , Kumar P. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: theory and evidence [J]. Management Science, 2002, 48(4): 453-469.
- [5]魏刚, 杨乃鸽. 高级管理层激励与经营业绩关系的实证研究[J]. 证券市场报, 2000, 3: 19-29.
- [6]李增泉. 激励机制与公司业绩——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2000, (1): 24-30.
- [7]林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司业绩和治理结构[J]. 经济研究, 2003, (4): 31-40.
- [8]谌新民, 刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]. 经济研究, 2003, (8): 55-63.
- [9]胡婉丽, 汤书昆, 肖向兵. 上市公司高管薪酬和公司业绩关系研究[J]. 运筹与管理, 2004, (6): 118-123.

## Contributing Factors of Top Management Compensation and Pay-performance Correlation in Chinese Listed Companies: An Empirical Study

Zou Dongmei

Southeast University the college of Economics and Business administration , Nanjing (211189)

### Abstract

The topic about contributing factors of top management compensation and pay-performance correlation is arousing more and more interest from the public. Using 300 chinese listed companies at random as a research sample copy, we analyzed the above topic empirically. The study reveals that top management compensation is positively related to firm performance when top management hold stock; firm size has a positive effect on the level of top management compensation, but don't have an effect on pay-performance correlation; general manager duality has an effect on the level of top management compensation, but don't affect pay-performance correlation either; there is no apparent correlation between company governance structure and top management compensation.

**Key words:** top management compensation; pay-performance correlation; contributing factors; partial correlation