

不同政府控制层级下高管薪酬的业绩敏感性

孙 惠

(西南财经大学会计学院 成都 611130)

【摘要】 本文以 2007~2010 年国有上市公司的 2 891 个样本为研究对象,实证检验了不同层级政府控制下高管薪酬与业绩之间的关系,结果表明:中央控股国有企业高管薪酬与业绩的敏感性要低于地方控股国有企业;中央控股国有企业的高管薪酬与业绩不存在粘性,地方控股国有企业的高管薪酬与业绩则存在较为明显的粘性特征。

【关键词】 政府控股 高管薪酬 业绩敏感性 粘性

国内外学者对公司治理结构对于高管薪酬的影响进行了大量研究,但对国有企业特别是不同政府层级控制的国有企业高管薪酬的研究并不多。根据终极产权理论,不同层级政府控股的国有企业所面临的代理问题有所不同,其相应的薪酬体系也会有所差别,如果忽视最终控制人的特征而将问题混为一谈,便无法清晰地认识国有企业薪酬治理问题。基于此,本文根据我国政府对国有企业实行分级管理的背景,将国有企业分为中央控股和地方控股两类来实证检验不同层级政府控制下两类国有企业高管薪酬的业绩敏感性,并进一步检验两类国有企业的高管薪酬与业绩是否存在粘性,以期为我国国有企业设计合理的薪酬契约提供经验证据。

一、理论分析与研究假设

所有权与经营权的分离是现代企业制度的重要特征之一,为委托代理理论奠定了基础。与私有企业有所不同的是,国有企业在代理关系上具有行政代理基础上的经济代理以及剩余索取权不可转让性两个特征。可见,国有企业与私有企业的代理问题存在明显差别,因而在研究时应区别对待。根据终极产权理论,虽然国有企业的最终控制人是政府,但由于我国特殊的制度背景,不同层级政府的地位及权力存在差异,在制定高管薪酬时会有明显的差别。所以在分析国有企业高管薪酬业绩敏感性时应考虑不同层级政府的影响。

按照政府层级的不同,我国国有企业分为中央控股企业与地方控股企业。这两类国有企业无论在规模上还是地位上均存在较大的差别。一般来说中央控股企业都是大型国有企业,大都在行业里处于龙头地位,而且许多行业都关系到国计民生,直接受国务院国资委的监管。除经济目标外,在对企业进行考核时,政治和社会责任等目标也占据着重要地位。国资委对企业财务决策及经营成果会给予更多的关注和监控,因而国家制定的相关政策法规在中央控股企业中实施的力度也更大,严格的监管可以使管理层更加努力地工作。

与中央控股企业有所不同的是,地方控股企业规模较小,面临的竞争压力比较大,而且地方政府控股企业与当地经济发展密切相关,政府官员基于自身政治升迁的考虑,对当地国

有企业的依赖程度更高,在某种程度上会放松对企业的监管。同时与中央控股企业高管面临着更多的政治前途相比,地方控股企业管理层的政治前途则比较有限,如果对其实施薪酬管制,管理层寻求在职消费与私人收益的动机就会增大,出于资本保全的考虑,地方政府会实施更高的薪酬激励措施。

由于我国上市公司制度存在先天性缺陷,高管控制权缺少合理有效的监督和制约,在许多国有企业中,总经理往往由控股股东单位(国资委)委派,且大多数总经理同时兼任董事长,形成了高管自己聘用自己、自己监督自己的局面,以致管理层权力过大,使得高管薪酬与业绩存在一定的粘性。

与受到国资委严格监管的中央控股企业有所不同,地方控股企业受到的监管相对较小,即便在企业业绩出现下滑时,高管们也会寻找一些借口诸如成本上升、竞争加剧等为自己开脱责任,因此地方政府削减高管薪酬的举措常常会遇到阻碍。而地方政府为了获得满意的成绩、赚取更多的政治资本,往往在业绩上升时给予管理者更多的奖励,在业绩下滑时只是象征性地给予处罚,导致高管薪酬与企业业绩变动幅度呈明显的不对称性,即“重奖轻罚”的粘性特征。

结合以上理论分析,本文提出三个研究假设:

假设 1:一定条件下,中央控股企业的高管薪酬业绩敏感性要低于地方控股企业。

假设 2:一定条件下,国有控股企业的高管薪酬存在粘性,即业绩上升时薪酬的增加幅度显著高于业绩下降时薪酬的减少幅度。

假设 3:一定条件下,中央控股企业的高管薪酬粘性程度要低于地方控股企业。

二、模型设计

1. 模型设定。为检验我国两类国有上市公司高管薪酬的业绩敏感性,建立模型(1);若交叉项 $Central \times Lnprofit$ 的回归系数 β_3 为负,则假设 1 成立。为检验高管薪酬是否存在粘性,建立模型(2),若交叉项 $D \times Lnprofit$ 的回归系数 β_4 为负,则假设 2 成立。为检验假设 3,本文采用模型(2)分样本进行检验。

具体回归模型如下:

$$\ln \text{pay} = \alpha + \beta_1 \ln \text{profit} + \beta_2 \text{Central} + \beta_3 \text{Central} \times \ln \text{profit} + \beta_4 \text{Dual} + \beta_5 \text{Ind} + \beta_6 \text{Lnasset} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{Center} + \beta_9 \text{West} + \beta_{10} \text{Clist} + \beta_{12} \sum \text{Year} + \beta_{13} \sum \text{Ind} + \varepsilon$$

(模型 1)

$$\ln \text{pay} = \alpha + \beta_1 \ln \text{profit} + \beta_2 \text{Central} + \beta_3 \text{D} + \beta_4 \text{D} \times \ln \text{profit} + \beta_5 \text{Dual} + \beta_6 \text{Ind} + \beta_7 \text{Lnasset} + \beta_8 \text{Lev} + \beta_9 \text{Center} + \beta_{10} \text{West} + \beta_{11} \text{Clist} + \beta_{12} \sum \text{Year} + \beta_{13} \sum \text{Ind} + \varepsilon$$

(模型 2)

(1)被解释变量:高管薪酬 Pay。高管薪酬主要包括货币薪酬和股权激励两部分,由于我国实施股权激励的上市公司还不多,可选择的样本量较少,所以本文只考虑高管的货币性薪酬。本文用“薪酬最高的前三位高级管理人员”平均值的对数作为高管薪酬的衡量指标。

(2)解释变量:公司业绩 Lnprofit。用公司净利润的自然对数作为公司业绩的替代变量。当公司净利润较上一年下滑时 D 取 1,否则取 0。

(3)控制变量:两职分离情况 Dual,董事长与总经理两职兼任时取 1,否则取 0;董事会的独立性 Ind,用独立董事占全部董事的比重来表示;中央控制 Central,当最终控制人为国务院机关以及中央直属国有企业时取 1,否则取 0;公司规模 Lnasset,系总资产的自然对数;资产负债率 Lev,系总负债与总资产的比值;公司注册地位于中部时,Center 取 1,否则取 0;公司注册地位于西部时,West 取 1,否则取 0;交叉上市 Clist,同时发行 B 股或 H 股的上市公司取 1,否则取 0。

2. 数据来源与样本选择。本文选择 2007~2010 年沪深两市上市公司为研究样本,剔除最终控制人为个人或民营企业的上市公司、金融类上市公司、高管薪酬数据缺失的公司、期间亏损的公司、其他相关数据缺失的公司,最终得到 2 891 个有效样本。本文所有数据均来自 CSMAR 数据库,回归采用 STATA11.0 统计软件。为减少极端值产生的误差,对主要变量处于 1%和 99%时分别进行 Winsorize 处理。

三、实证结果与分析

1. 描述性统计。表 1 显示,2007~2010 年期间国有上市公司高管薪酬为 41.78 万元,显著高于 2001~2007 年期间 20.15 万元的水平(方军雄,2009)。国有上市公司高管薪酬如此快速增长,主要得益于经济的增长以及薪酬制度的改革。从标准差来看,高管薪酬差距较大,最高薪酬达到 185.39 万元,最低薪酬只有 5.05 万元。净利润自然对数的平均值为 18.59。样本公司中约 29%的公司业绩出现下滑,约 31%的公司为中央控股,中部和西部上市公司比重合计约为 41%,约 11%的公司为交叉上市公司。另外,91%的上市公司已经实现了两职分离,独立董事的比重约为 36.14%,达到了监管部门的要求。

2. 回归结果分析。为检验不同政府层级控制下高管薪酬的业绩敏感性及其薪酬粘性的差别,采用模型(1)、(2)来验证假设 1、假设 2 和假设 3,回归结果见表 2。由表 2 可以看出,模型(1)中 Central×Lnprofit 的回归系数在 1%水平上显著为负,说明中央控股企业的高管薪酬业绩敏感性稍低于地方控股企业,这可能是中央控股企业的高管存在薪酬以外的其他追求,如在职消费、职位升迁等,这说明薪酬在高管激励中的重要性有所降低,假设 1 得到了验证。

表 1 变量描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Pay	417 757.5	329 333.3	50 547.8	1 853 900	325 467.2
Lnprofit	18.592 3	18.534 1	14.645 3	22.747 5	1.658 7
D	0.293 3	0	0	1	0.455 4
Dual	0.092 0	0	0	1	0.289 0
Ind	0.361 4	0.333 3	0.250 0	0.555 6	0.050 7
Central	0.318 2	0	0	1	0.465 8
Lnasset	22.051 4	21.848 2	19.809 5	25.991 1	1.246 1
Lev	0.509 0	0.522 3	0.079 5	0.875 8	0.183 2
Center	0.225 9	0	0	1	0.418 2
West	0.190 2	0	0	1	0.392 6
Clist	0.115 9	0	0	1	0.320 1

表 2 不同政府层级控股下高管薪酬与业绩关系回归结果

变量	模型(1)	模型(2)		
		全样本	中央控股	地方控股
	(1)	(2)	(3)	(4)
常数	7.900 4*** (28.68)	8.140 0*** (31.20)	10.371 15*** (25.15)	7.220 532*** (21.23)
Lnprofit	0.203 6*** (17.33)	0.221 7*** (16.98)	0.168 7*** (8.30)	0.241 4*** (14.37)
Central	0.920 3*** (3.73)	0.131 0*** (5.49)		
Central * Lnprofit	-0.042 2*** (-3.22)			
D		0.748 3*** (3.00)	-0.040 6 (-0.11)	1.134 393*** (3.48)
D * Lnprofit		-0.035 4*** (-2.61)	0.007 3 (0.37)	-0.056 9*** (-3.18)
Dual	0.034 8 (0.94)	0.034 5 (0.93)	0.143 1** (2.08)	-0.008 6 (-0.20)
Ind	0.058 9 (0.27)	-0.002 2 (-0.01)	-0.428 2 (-1.17)	0.068 2 (0.26)
Lnasset	0.028 2* (1.68)	0.000 1 (0.01)	0.026 8 (1.03)	0.020 7 (0.90)
Lev	0.045 4 (0.65)	0.081 5 (1.15)	0.036 9 (0.32)	0.052 9 (0.59)
West	-0.345 0*** (-11.47)	-0.343 9*** (-11.45)	-0.287 0*** (-5.54)	-0.323 4*** (-8.85)
Center	-0.259 7*** (-9.42)	-0.251 9*** (-9.18)	-0.348 7*** (-7.41)	-0.210 4*** (-6.36)
Clist	0.119 1*** (3.30)	0.110 3*** (3.08)	0.090 4* (1.65)	0.148 8*** (3.23)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.398 3	0.400 5	0.478 7	0.382 6
F	60.79	59.51	27.38	39.15
N	2 891	2 891	920	1 971

注:*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。括号内为 T 值。

科技投入对区域资本配置效率的影响

王 怡 胡华夏(教授)

(武汉理工大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 在基本生产要素资本、劳动力和自然资源方面,湖北省的资本存量水平在全国居中等地位,但这并不能完全说明湖北省的资本配置效率和科技发展水平的高低。本文采用因子分析法对科技投入评价指标进行分析,以专利申请量作为科技投入水平指标,运用 Jeffrey Wurgler 提出的模型,测算科技投入对湖北省内 17 个地区资本配置效率的影响。

【关键词】 科技投入 区域资本配置效率 专利申请量 技术创新

一、研究背景

从国民经济发展全局角度考虑,资本在不同地区、行业之间的配置效率差异必将影响国家宏观经济发展的速度,所以从宏观层面上可以将资本配置效率分为区域资本配置效率和行业资本配置效率。其中区域资本配置效率是指资本配置到边际效益率最高地区的有效程度,地区间的资本配置揭示了不同地区间资本的存量和增量的比例关系。按照 Jeffrey Wurgler 的理论,从产业角度看,拥有较高资本配置效率的国家或地区往往表现为资本流出低成长产业、流入高成长产业。从区域角度看,资本配置效率的高低也可以通过资本在不同地区间的流动来考察,资本的区域间流动有明显的倾向性,表现为流出

低成长地区、流入高成长地区。对于政府而言,既要考虑到资本的有效配置,又要考虑到各个地区的平衡发展,缩小地区差距。因此,政府应该综合考虑当前首要目标,据此制定相应的政策,引导区域资本配置流向。

国内学者刘振、宋献中(2008)运用数据包络法分析和面板数据计量分析,对我国大型高新技术企业技术创新的资本配置效率进行了实证研究,结果表明,技术创新有利于促进企业资本配置效率的提高。但是,我国企业普遍存在着自主创新研究投入不足、主要依靠技术进口的问题。

人类社会进入知识经济时代后,科技投入与产出效果,不仅是衡量资本配置的有效依据,而且是衡量公司治理效率、管

由表 2 可以看出,模型(2)中无论是全样本还是分样本, Lnprofit 的回归系数均在 1%水平上显著为正,说明我国上市公司已经建立起基于业绩的薪酬机制,相关制度法规得到了较好的执行。全样本回归结果显示,我国国有上市公司高管薪酬确实存在粘性特征,交叉项 $D \times \text{Lnprofit}$ 在 1%水平上显著为负,即业绩下降时高管薪酬与业绩的敏感度显著下降,并且业绩上升时高管薪酬的边际增加量是业绩下降时减少量的 1.20 倍,这说明高管薪酬的边际增加量在业绩上升时的增长幅度大于在业绩下降时减少的幅度,体现了国有控股企业高管薪酬的粘性特征,假设 2 得到了验证。

表 2 中,中央控股企业样本交叉项 $D \times \text{Lnprofit}$ 弱微为正,说明中央控股企业高管薪酬不存在粘性,中央控股企业高管薪酬契约奖罚分明,设计合理有效。地方控股企业交叉项 $D \times \text{Lnprofit}$ 在 1%水平上显著为负,说明地方控股企业的高管薪酬存在明显的粘性特征,业绩上升时高管薪酬的边际增加量是业绩下降时减少量的 1.31 倍,证明假设 3 也成立。

由控制变量的回归结果看,交叉上市的公司由于管理的复杂性,其薪酬也越高。地处中部和西部的上市公司薪酬显著偏低,这与中西部地区经济欠发达相关。国有上市公司的负债水平与高管薪酬之间呈不显著的正相关关系,这可能是因为国有上市公司高管薪酬受债务的约束力较小。

四、结论

本文选取 2007~2010 年国有上市公司作为研究对象,实证检验了不同层级政府控股对高管薪酬业绩敏感性及其薪酬粘性的影响,结果表明,随着我国薪酬制度改革的深入,国有上市公司已经建立起基于业绩的薪酬机制,但中央控股企业的高管薪酬业绩敏感性低于地方控股企业,可能是中央控股企业的高管存在薪酬以外的其他追求,如在职消费、职位升迁等,薪酬在高管激励中的重要性有所降低。

研究还发现,我国国有企业高管薪酬存在粘性特征,业绩上升时薪酬增加的幅度显著高于业绩下降时薪酬减少的幅度。区分不同层级政府控股后发现,中央控股企业高管薪酬不存在粘性,说明中央控股企业的薪酬契约比较合理;而地方控股企业则存在明显的粘性特征,说明地方控股企业薪酬明显存在“重奖轻罚”现象,薪酬契约有待进一步改进。

主要参考文献

1. 陈信元,陈东华,万华林,梁上坤.地区差异、薪酬管制与高管腐败.管理世界,2009;11
2. 杜兴强,王丽华.高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究.会计研究,2007;1
3. 方军雄.我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?.经济研究,2009;3