“限薪”后央企高管薪酬与企业业绩的相关性

付子君　李月娥(教授)

(中国地质大学经济管理学院　武汉　430074)

【摘要】2009年9月16日,国务院六部委联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(简称“限薪令”),以规范央企高管薪酬中存在的问题。基于此,本文实证检验了该法规对央企高管薪酬与企业业绩、相对业绩之间关系的影响。研究发现:“限薪令”对高管薪酬有影响,我国央企高管薪酬与企业业绩呈正相关关系;在以行业为参照对象后,无法得到央企上市公司在设置高管薪酬时使用行业相对业绩的证据;同时,不同行业间的高管薪酬与企业业绩的相关性不同。另外,“限薪令”的效用具有短期性,不能从根本上解决高管薪酬激励问题。

【关键词】限薪令　央企高管薪酬　企业业绩　相对业绩评价

一、引言

伴随着20世纪70年代中期委托代理理论的兴起，关于代理人激励的研究得到迅速发展。企业业绩因为是股东利益的直接表现且具有一定的可靠性，在实务界被广泛地应用于代理人薪酬契约的制定之中。委托人可以基于与代理人努力程度相关的企业业绩这一显性信号给予薪酬补偿来激励代理人努力工作，这种将高管薪酬与企业业绩相结合的安排从理论上分析是可以解决高管激励问题的。

为了剔除行业需求、技术进步等外部因素对企业业绩的影响，委托人可以通过对工作性质相同或相似的代理人的业绩进行比较,获得更多与代理人行动相关的信息,即引入相对业绩,从而能更准确地评估由代理人的行为带来的企业业绩,实现更有效的高管激励。

近十年来,我国虽然已将年薪制、股票期权等激励手段相

带来超过实际销售价格的“将来服务”。这样,个别资产的市场价格总价值也未必与用DCF法评价的企业价值一致。

即使在企业会计中所有的潜在无形资产都不能被识别,也还可以根据取得的成本及市场价格进行评价。由于企业价值和可识别资产额不一致，所以不可避免地会产生差值性的商誉。这样一来,由于企业价值和可识别资产额差值性的商誉在识别、评价方面存在着问题,因此提出了综合评价法。

设可识别资产的累计为$A_0=\Sigma p_t$,e为可识别资产背离将来服务而产生的评价误差,Σq_t为潜在无形资产的价值,则通过式(1)的变形可得下式:

$$G_0=V_0-\Sigma p_t=V_0-(\Sigma p_t+\Sigma q_t)+\Sigma q_t=e+\Sigma q_t \qquad (14)$$

根据综合评价法,商誉就是个别资产的单纯的综合值和企业价值不一致而产生的补偿，即它是由评价误差和潜在无形资产而组成的。

相乘效果法不只是把商誉的构成要素归属于潜在无形资产,在这方面与综合评价计量是相同的。然而,式(14)的第1项e把超过诸要素个别属性综合值以上的企业价值解释为不是个别资产的评价误差，而是由复数资产相互依存关系产生的相乘效果,这与综合评价法是不同的。如果设s为由相乘效果而带来的企业价值,那么式(14)可以换成以下的形式:

$$G_0=s+\Sigma q_t \qquad (15)$$

在商誉定义为差值的情况下，其构成要素可以认为是会计上不能识别的潜在无形资产，并且由复数资产相互作用而产生的差值也可以说成是归属于个别资产的评价误差和相乘效果。

四、结论

一般来说,商誉定义为超额收益,同时也是企业价值和可识别资产额的差值。进而作为超额收益源泉的潜在无形资产可看作是特有的资产，本文从一般学说的立场出发进行了假定性的探讨。如果以收益还原法和DCF法等其他企业评价法为前提的话,除满足一定条件之外,它们的企业价值是不一致的。因此,用式(1)来计算的商誉应该是广义的差值,同时,超额收益的存在和特有无形资产是同值的,这是会计上的假定,于是在将商誉视为差值的基础上，还需要进一步解释其构成要素。从探讨企业价值和可识别资产的关系上来看,假定潜在无形资产都能够识别,以独立交易为前提就可以评价其价值,进而可以识别产生的差值。围绕这种差值的解释,认定可识别资产评价误差的综合评价法和由复数资产的相乘效果法而产生的价值是不同的。

主要参考文献

1. E. S. Hendriksen, M. F. Breda. Accounting Theory 5th edition.Irwin,1992

2. 李健.商誉会计几个问题的探讨.南华大学学报(社会科学版),2011;8

3. 张涛.商誉价值评估研究.现代商贸工业,2011;6

4. 杨枢荣.商誉会计相关问题浅析.财会研究,2011;16

继引入了央企高管薪酬激励机制中，但是这种薪酬机制却重新引起人们对“经营业绩是否与激励机制挂钩”的质疑。2008年国际金融危机爆发以来，央企利润普遍下滑，而高管年薪、垄断性企业高红利等敏感话题也如影随形，激惹民心。为解决新形势下央企高管薪酬畸高的问题，2009年9月16日，人力资源和社会保障部等六部门联合下发了《关于进一步规范央企负责人薪酬管理的指导意见》（简称“限薪令”）。“限薪令”从适用范围、基本原则以及薪酬结构和水平等方面对中央企业负责人薪酬管理做出了规范，强调负责人薪酬与企业业绩相挂钩，提出薪酬指标设置需要系统考虑行业、地区等综合因素。然而，“限薪令”是否能够发挥有效的作用，目前并没有相关的实证检验结果。

二、文献回顾

从20世纪70年代开始，越来越多的学者致力于研究公司业绩与经理人薪酬的相关关系。Jensen和Meckling（1976）从最优契约角度出发，说明薪酬是股东为了激励高管按照股东利益最大化行事而设计的契约制度。Schmidt（1985）利用1978～1982年美国149家公司CEO现金薪酬变化与企业业绩间的关系进行实证研究，发现CEO现金薪酬的变动与股票价格绩效正相关。相比之下，我国对高管薪酬与业绩之间关系的研究是近几年才兴起。

刘斌（2003）、杜兴强（2007）的研究发现经理人薪酬与企业业绩之间有显著的相关关系。由于“限薪令”推出不久，所以关于“限薪令”施行效果的文献很少。沈艺峰和李培功（2010）选取了2005～2009年间我国6 871个上市公司的高管薪酬样本，实证发现“限薪令”颁布后国企高管的薪酬水平不仅没有降低，反而有显著提高，国企高管运气薪酬的现象依然存在，“限薪令”并未取得预期的效果。任光谦（2011）也发现，国有上市银行高管薪酬和企业业绩在统计上仍然不存在显著的相关关系。

关于相对业绩的最早理论分析来自Holmstorm（1979），他提出在评价经理人努力水平时参照同行业其他经理人的业绩，调整企业业绩度量的外生冲击，可以增强代理人业绩报酬的准确性。我国国内对于高管薪酬与相对业绩的研究较少，而且研究结果分歧较大。高义（2006）利用2001～2004年我国上市公司3 449个样本数据，对高管薪酬与相对业绩进行验证后发现，我国上市公司存在一定程度的相对业绩证据，并且以行业、地区和企业规模为参照对象来划分时，相对业绩与高管薪酬的关系更明显。

三、理论分析与假设提出

现代企业理论认为，企业的本质就是一系列不完全契约的联合体。由于公司契约的不完全性，公司的管理者往往追求个人利益的最大化而不是股东利益的最大化，由此产生了委托代理问题。因此，企业需要制定一个完全契约来约束高管的自利行为。企业业绩是股东利益的典型代表，而高管薪酬与企业业绩相挂钩的薪酬契约，用企业业绩来衡量高管的努力程度，能够实现高管利益与企业整体利益的一致性，从而激励高管有足够的动力去实现股东利益最大化。目前有一些学者通过实证研究发现企业业绩显著影响高管薪酬，而企业业绩的高低是影响高管薪酬的重要因素。企业业绩越理想，高管薪酬越高，企业业绩越差，高管薪酬越低。由此，本文提出以下假设：

假设1：央企高管薪酬与企业业绩存在正相关关系。

如果企业业绩是由外生冲击（如行业需求变化、技术进步或者牛市行情）带来的，而不是由高管行动带来的，那么，简单地把高管报酬与公司业绩联系起来对高管进行激励，是不太恰当的。根据相对业绩评价理论，评价代理人努力程度时参照同行业或市场中其他代理人的业绩，可以减少代理人业绩报酬的风险，能够更加客观地评价代理人的行动。因此在设置高管薪酬契约时应考虑同行业的企业业绩水平，即行业相对业绩。“限薪令”要求各央企上市公司在设置薪酬指标时要系统考虑公司规模、所处行业和地区等综合因素，而国资委管辖的央企涉及11个行业和不同地区，不同行业间因资源配置、市场需求等因素影响呈现出不同的业绩水平，这就要求各公司高管薪酬应与行业相对业绩相联系。由此，本文提出以下假设：

假设2：央企高管薪酬与行业相对业绩存在相关关系。

根据产权理论，企业的激励机制只有在竞争条件下才能发挥作用，当企业处于垄断市场时，产品具有无替代性，高管完全可以通过抬价来获得企业业绩，这种环境下，企业业绩无法准确反映高管努力程度。“行业”是“市场竞争”的代表，在竞争程度不同的行业里，高管在企业中所发挥的作用和所做的努力是不同的，在竞争激烈的行业，如信息技术业、制造业、房地产业等，产品更新替代快，需要高管具有较强的判断力和观察力，高管的能力更多的可以通过企业业绩来表现。但是对于垄断性行业，如采掘、电力水力等行业，企业竞争力小，企业业绩主要与国家行业政策、市场需求等外部因素相关，企业业绩不能反映高管努力程度，企业业绩与高管薪酬的关系不明显。由此，本文提出以下假设：

假设3：行业间高管薪酬具有选择性差异，不同行业的高管薪酬与企业业绩的相关性不同。

四、研究设计

1. *样本和数据来源*。本文选取在沪深上市的218家国资委监管的央企上市公司2007～2010年的年报作为分析样本。数据取自于国泰安数据库，并剔出如下出现异常值的样本：薪酬为0的样本；ST、PT公司样本；金融类企业；薪酬数据不连续（连续四年）的公司样本。最终得到608个央企上市公司高管薪酬的有效样本。

2. *研究变量和模型*。为了验证本文提出的假设，我们构建了如下模型进行检验：

$$Comp=\alpha_0+\alpha_1ROA+\alpha_2RPE+\alpha_3GCL+\alpha_4Size+\alpha_5Zone+\alpha_6Ind+\varepsilon_i \quad (1)$$

在模型中，Comp（InComp）为被解释变量，代表经理人薪酬，用报告期内报酬最高的高管薪酬总额代替。

解释变量为ROA和RPE，其中ROA是总资产收益率，代表企业业绩；RPE是行业相对业绩变量，采用行业加权平

均 ROA(剔除被计算企业自身 ROA)作为同行业其他企业业绩的替代变量,计算模型如下:

i 公司 RPE=i 公司 ROA-i 公司所在行业 $\overline{ROA_{it}}$

$$i\text{公司所在行业 }\overline{ROA_{it}}=\sum_{j=1}^{n}\left(\frac{j\text{公司的总资产}}{\sum_{j}^{n}j\text{公司的总资产}}\times ROA_j\right)$$

其中,i 指被评价的企业,j 指除 i 外的行业内其他企业。

此外,本文的研究中还加入了若干控制变量:"限薪令"(GCL)、公司规模(Size,InSinze)、所处地区(Zone)以及行业(Ind)虚拟变量。具体设置控制变量的理由如下:

(1)"限薪令"(GCL)。本文是基于"限薪令"的背景来实证研究央企高管薪酬,因此样本所处的年份,即处于"限薪令"颁布前还是颁布后,会对高管薪酬产生影响。因此,设置"限薪令"变量,当样本取自 2007~2008 年时,GCL 取值为 0;样本取自 2009~2010 年时,GCL 取值为 1。

(2)公司规模(Size)。国内外研究大多支持公司规模与高管薪酬间存在联系,公司规模越大,业务处理就越复杂,对经理人的能力要求越强,相应付出的薪酬也会增加。本文用公司总资产的自然对数来计算公司规模变量。

(3)公司所处地区(Zone)。由于历史原因,我国东部沿海地区经济较为发达,市场化程度较高,竞争较为激烈,企业向经理人支付的薪酬也较高,这一点也得到了国内大多数研究的支持,因此本文将其加入应考虑的变量中。考虑到样本公司较多聚集在东部,所以当样本公司位于东部地区时 Zone 值为 1,否则为 0。

(4)公司所处行业(Ind)。考虑到行业因素会对高管薪酬产生影响,本文将其纳入控制变量进行研究。对于行业的划分标准,本文按照中国证监会发布的《中国上市公司分类指引》进行划分。其中,剔除了农林牧渔业、传播与文化业、综合类,将样本分为 9 个行业并赋值:采掘业(Ind1)、制造业(Ind2)、电力、煤气及水的生产和供应业(Ind3)、建筑业(Ind4)、交通运输业(Ind5)、信息技术业(Ind6)、批发零售业(Ind7)、房地产业(Ind8)、社会服务业(Ind9)。

五、实证检验结果与分析

1. 描述性统计分析。

(1)高管薪酬描述性统计。"限薪令"颁布的直观效果就是颁布前后高管薪酬总额是否存在变化。从表 1可以看出,"限薪令"颁布的当年即 2009 年,高管薪酬均值比 2008 年增加了 0.68 万元,有较小增幅,但是其最大值比 2008 年下降了 164.6 万元,同时标准差下降了 26.31%,说明"限薪令"颁布后的 2009 年,"天价薪酬"的现象有所遏制,样本薪酬间的差距比"限薪令"颁布前有了较大的改善。

与 2009 年相比,2010 年样本薪酬均值、最大值、标准差均大幅上升,说明央企高管薪酬开始反弹。因此,从描述性统计结果可以看出,"限薪令"颁布当年 2009年央企高管"天价薪酬"问题得到一定改善,但是在 2010 年又开始反弹,说明"限薪令"无法从根本上实现"限薪"的目的。

表 1　　高管薪酬总额描述性统计

年份	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
2007年	56.88	80.82	36.65	711.00	2.00
2008年	54.31	65.53	36.97	684.60	1.10
2009年	54.99	51.88	41.04	520.00	2.40
2010年	72.28	86.38	49.85	760.00	4.00

表 2　　主要变量描述性统计结果

变 量	均值	标准差	最大值	最小值
InComp	1.290	0.880	1.580	9.290
ROA	0.040	0.090	0.460	-1.393
RPE	-3.496	0.585	2.899	-3.964
GCL	0.500	0.500	1	0
InSize	22.333	1.523	27.620	18.770
Zone(东部1,否则0)	0.650	0.477	1.000	0.000

(2)公司特征分行业情况。公司所处行业不同会影响其高管薪酬。表 3 是公司特征分行业情况表,包括公司经理人薪酬和总资产报酬率,它们均以企业总资产为权重的加权平均数代替。

可以发现,在本文选取的 9 个行业中,房地产行业经理人的平均薪酬最高,与周宏(2011)实证的采掘业平均薪酬最高的结果不同,我们认为这与我国房地产行业在 2008 年到 2009 年间急速发展有密切关系,与此同时,受国际油价的影响,以石油开采为主的采掘业成本上升,ROA 下降,采掘业经理人的薪酬反而低于房地产行业。

表 3 还反映了一个特殊现象,经理人薪酬排名和行业总资产报酬率排名不一致,薪酬最高的房地产行业,其 ROA 只占到所有行业第五位,而 ROA 排名第一的采掘业,其高管薪酬反而只占到第五位。因此,我国行业间高管薪酬与公司业绩(总资产报酬率)的相关性还有待考证。

表 3　　公司特征分行业情况　　金额单位:万元

行业＼年份	2007年		2008年		2009年		2010年	
	Comp	ROA	Comp	ROA	Comp	ROA	Comp	ROA
采掘业	81.76	8.79%	83.05	3.81%	71.71	7.89%	94.76	8.23%
制造业	71.02	7.03%	85.82	2.59%	55.81	2.71%	120.53	5.30%
电力、水供应业	70.90	4.78%	51.04	-0.98%	62.88	2.30%	67.53	2.10%
建筑业	64.01	4.14%	65.44	2.85%	56.29	3.92%	82.60	4.36%
交通运输业	82.49	6.89%	88.48	-1.59%	79.67	3.04%	87.48	7.44%
信息技术业	120.98	4.80%	170.46	4.61%	120.00	4.87%	169.94	4.90%
批发零售业	67.64	5.38%	79.98	3.75%	90.00	0.38%	123.06	2.44%
房地产业	418.66	6.76%	183.55	4.55%	330.82	4.96%	448.21	4.72%
社会服务业	103.75	6.84%	74.20	7.18%	104.84	6.37%	44.13	7.66%

注:表中所有数据采用以总资产为权重的加权平均数替代。

2. Person 相关性分析。模型中主要变量的 Person 相关性分析见表 4。从表 4 可以看出,被解释变量高管薪酬与主要解释变量之间均存在显著的相关性。各解释变量之间的相关系数基本小于 0.4,说明解释变量间相关关系较弱,不存在严重的多重共线性关系。

表 4　　模型主要变量的 Person 相关性分析

	InComp	ROA	RPE	GCL	InSize	Zone
InComp	1					
ROA	0.221	1				
	(0.000)					
RPE	0.146	0.083	1			
	(0.000)	(0.041)				
GCL	0.116	−0.048	0.213	1		
	(0.004)	(0.233)	(0.000)			
InSize	0.433	0.111	0.078	0.104	1	
	(0.000)	(0.006)	(0.053)	(0.010)		
Zone	0.300	0.057	0.063	0.000	0.206	1
	(0.000)	(0.161)	(0.119)	(1.000)	(0.000)	

注:括号内为显著性水平;Person 双侧检验。

3. 回归分析结果。由相关性分析可知,央企高管薪酬的变化与 ROA、企业规模、所处地区呈明显正相关性,与所处行业(采掘业、制造业、电力供应业)呈明显的负相关性,与相对业绩评价的相关性不明显。

表 5　　高管薪酬与企业业绩、相对业绩的回归结果

Variable	Estimate	T−value	Variable	Estimate	T−value
ROA	1.626	0.000	Ind3	−0.449	0.022
RPE	−0.045	0.504	Ind4	0.004	0.984
GCL	0.174	0.005	Ind5	0.000	0.999
InSize	0.167	0.000	Ind6	−0.048	0.791
Zone	0.274	0.000	Ind7	−0.189	0.365
Ind1	−0.581	0.036	Ind8	0.811	0.001
Ind2	−0.521	0.001			

(1)假设 1 检验。央企高管薪酬与企业业绩存在正相关关系。表 5 列出的是模型(1)中以总资产报酬率来衡量高管薪酬敏感性的检验结果。首先,在控制了行业相对业绩、公司规模、企业所在地区及企业所处行业等变量后,ROA 变量的系数为 1.626,在 1%水平上显著为正。这说明在 2007~2010 年,央企上市公司高管薪酬与企业业绩呈正相关关系。

从以上相关性检验结果可以观察出,对央企高管薪酬有显著影响的控制变量有“限薪令”、公司规模、公司所在地区。其一,“限薪令”虚拟变量的 T 值小于 5%,说明“限薪令”的颁布影响了高管薪酬;其二,随着公司规模的增大,央企高管薪酬呈递增趋势;其三,处于东部地区的企业相对于中部和西部地区企业而言,其高管薪酬普遍偏高,而且它与高管薪酬的相关性显著,这是由我国东部地区经济实力强、人均收入较高决定的。

(2)假设 2 检验。央企高管薪酬与行业相对业绩存在相关关系。表 5 中行业相对业绩的参数估计值为−0.045,在 1%的统计水平上不显著,与假设 2 相反。这说明 2007~2010 年,我国央企上市公司在设置高管薪酬时没有参照同行业同所有制的其他经理人的业绩,“限薪令”提出的央企在设置薪酬时参照同行业业绩的意见在颁布后没有得到央企的实践。这一研究结果与肖继辉(2004)、周宏(2010)、高义(2006)的结论相反,可能是本文只选择了国有企业样本的原因。由于我国央企特殊的所有权性质,其资源的垄断性导致行业内国有上市公司数量较少,行业内可参照对象较少,尤其是规模相似的企业更少,因此,相对业绩在央企上市公司设置高管薪酬时较少采用。

(3)假设 3 检验。不同行业的高管薪酬与企业业绩的相关性不同。表 5 相关性检验结果表明,高管薪酬受公司所处行业影响,样本显示企业处于采掘业、制造业、电力供应业和房地产业时,其高管薪酬受行业影响。表 6 将 9 个行业独立进行高管薪酬与企业业绩的相关性检验,结果显示制造业和电力水力供应业的 T 值均小于 0.05,具有相关性,这说明在 2007~2010 年央企制造业和电力水力供应业上市公司的高管薪酬与企业业绩具有相关性。同时,表 3 显示制造业与电力水力供应业的高管薪酬排名与 ROA 排名都较为接近,这与表 6 显示的实证结论相一致。因此,从样本回归结果来看,不同行业的高管薪酬与企业业绩的相关性不同。应注意的是,由于本文的样本量有限,此结果还有待进一步研究。

表 6　　不同行业高管薪酬与企业业绩的回归结果

ROA	采掘业	制造业	电力业	运输业	信息业	零售业	房地产业	社会服务业
Estimate	−2.96	1.60	6.290	10.80	24.71	−2.270	7.94	18.96
T−value	0.74	0.00	0.023	0.529	0.17	0.849	0.28	0.150

六、结论

通过以上分析,本文得出以下研究结果:“限薪令”颁布后,我国央企高管薪酬与企业业绩呈正相关关系,企业所处行业、地区和企业规模都对高管薪酬有影响。但是“限薪令”的效用具有短期性,不能从根本上解决高管薪酬激励问题。而且在以行业为参照对象后,无法得到央企上市公司在设置高管薪酬时使用行业相对业绩的证据。

本文认为,目前我国央企高管薪酬激励体制尚不完善,薪酬激励现状无法使高管层和股东利益趋于一致。同时,本文只是选取央企高管的现金薪酬进行分析,但是央企高管人员的收入还包括长期激励和其他隐性收入,为此,我们认为进一步关注高管薪酬构成及它与相对业绩间的相关性是未来的研究方向。

主要参考文献

1. Rajesh Aggarwal, Andrew A. Samwick. Executive Compensation, Strategic Competition and Relative Performance Evaluation, Theory and Evidence. Journal of Finance, 1996;7

2. Guojin Gong. Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts. The Accounting Review, 2010;6

3. 周宏,张巍.中国上市公司经理人薪酬的比较效应.会计研究,2010;7

4. 沈艺峰,李培功.政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究.中国工业经济,2011;11