

高管结构、薪酬激励与企业业绩

——基于中小板上市公司经验证据

赵娟¹, 田冠军²

(1.重庆医科大学附属第一医院计财处, 重庆 400016; 2.重庆理工大学会计学院, 重庆 400054)

【摘要】在市场经济全球化以及现代企业所有权与经营权分离的背景下,作为代理人的高管负责企业日常经营的管理与协调,是企业的核心决策层,是企业未来发展的主要保障。高管团队的结构是否合理,委托人对代理人是否采取了有效的激励措施以促进二者利益相一致,这将直接反映企业的整体经营水平,也是能否提高企业业绩,使委托人与代理人实现双赢的关键问题。

【关键词】高管结构; 薪酬激励; 企业业绩; 中小企业

一、引言

2004年5月27日,经国务院批准,中小企业板开始在深圳证券交易所上市。我国中小企业经过近几年的迅速发展,已经成为国民经济发展的中坚力量。然而,我国对中小企业的培育时间毕竟不长,使得它们缺乏应变经验,有些中小企业管理理念落后,基础管理薄弱。

合理的高管结构不仅能够提高企业运行和决策的效率,还能对代理人的行为进行制衡,协调企业各方利益相关者的关系,从而促进资源的有效配置和经济的持续增长,进而提高企业业绩。而高管薪酬激励则促使企业高层管理者提高企业业绩,从而实现自身利益最大化,进而将高管个人目标与企业目标有机结合。事实证明,有效的约束与激励机制不但可以激发高管的工作积极性,而且可以使得企业的代理成本降到最低。因此,对于中小企业而言,建立高效的高管结构和激励机制至关重要。

本文以中小板上市公司的经验证据为基础,分析了高管结构与薪酬激励这两个因素对企业绩效的影响,以期对我国中小企业高管结构与薪酬激励制度的优化提供参考。

二、高管结构、薪酬激励与企业业绩的理论分析及研究假设

1. 高管团队年龄结构对企业业绩的影响。人的年龄与其知识储备、决策经验、适应能力的密切联系已是众所周知,年龄会影响管理者的行为方式和战略决策导向。较大年龄的高管团队,决策更趋于稳健,且在中国社会这个庞大的“关系”网络中,企业管理者对“关系”的运作对于企业业绩的提高有很大影响,而关系网络的形成与发展都离不开时间的沉淀。

因为本文考察的是中小企业上市公司,目前我国中

小企业正处于快速成长期,面临多变的市场环境缺乏应对经验,所以本文假定略微年长的、经验丰富的高管团队对中小企业的长远发展更有利。据此提出假设**1**:高管平均年龄与企业业绩正相关。

2. 高管团队受教育水平对企业业绩的影响。在科技信息发展迅速的当今社会,知识成为最重要的竞争资源。虽然高学历与高能力并不是同一概念,但是从某种程度上讲,教育水平与能力成正比。一方面是因为教育是人获取知识的最直接途径,正式的教育将使我们的认知、独立思考等能力转化为实践能力,从而使得高管能够从容面对复杂的经济环境。另一方面,较高教育水平的高管通常具有更丰富更高层次的关系网,使得其拥有更丰富有效的信息和资源储备,更有可能制定有利于企业发展的战略,从而提高企业业绩。由此提出假设**2**:高管教育水平与企业业绩正相关。

3. 独立董事比例对企业业绩的影响。我国证监会要求上市公司必须聘任外部独立董事,其目标是促进委托人与经营者的双方利益一致,通过完善经营者与管理层的权力配置来促进日常管理工作的有效运作,实现对经营者的监督与制衡作用。提高独立董事比例意义重大,它能够在监督高管非法行为、促进企业业绩的提高方面发挥积极作用。据此提出假设**3**:独立董事比例与企业业绩正相关。

4. 高管团队规模对企业业绩的影响。规模较大的团队,由于人员在教育、年龄等方面的复杂性和多样性,使得成员之间出现分歧的可能性较大。而小规模的高管团队,决策速度更快,更易于形成统一意见,这就直接提升了企业的经营应变能力,从而提升企业业绩。我国传统文化讲究“以和为贵”,生活和管理中偏好等级有序的层

级式结构,因此这种由于规模过大而带来的冲突将不利于企业提高决策质量,会导致企业绩效下降。鉴于此,本文提出假设4:高管团队规模与公司业绩负相关。

5. 两职合一对企业业绩的影响。所谓“两职合一”,指的是在同一企业中,董事长(或者董事)兼任总经理的现象。在现代企业,两职合一的现象并不少见,特别是在中小企业。董事会与总经理两者之间是监督与被监督的关系。因而,董事会成员兼任总经理,使得董事长甚至是董事会对总经理的监督弱化,总经理的权力得到放大。这将对公司治理造成不利影响,影响公司决策的同时也不利于企业业绩的提升。据此提出假设5:两职合一与企业业绩负相关。

6. 高管货币薪酬(年薪)对企业业绩的影响。企业股东很难在信息不对称情况下准确考察高管的努力程度,企业所有者评判管理者的成果只能通过企业业绩这一指标。企业股东为解决因两权分离产生的股东与企业管理者之间的固有矛盾,会尽力将企业管理者的经营目标与企业股东的目标协调一致,以期在双方利益博弈中找到平衡点。最终股东希望通过薪酬激励来解决企业的代理问题,从而实现股东价值最大化。

从财务管理视角看,为了降低代理成本而对高管实施薪酬激励,高管“跳槽”的机会成本就会增加,因此高管会积极工作,从而在一定程度上推动企业业绩的提升。据此提出假设6:高管货币薪酬与企业业绩正相关。

7. 高管持股比例对企业业绩的影响。Morck, Shliefer和Vishny(1988)通过持股比例的分段研究发现,管理层持股与企业业绩的关系随着持股比例的变化而变化。管理层持股比例在百分之五以下时,管理层持股比例与企业业绩显著正相关;持股比例在百分之五和百分之二十五范围内时负相关;持股比例超过百分之二十五之后,能够缓慢地促进企业业绩的提高。鉴于中小板上市公司经过近年来的快速发展,高管持股比例普遍较高的实际情况,本文提出假设7:高管持股比例与企业业绩负相关。

8. 企业规模对企业业绩的影响。根据规模经济效应,大规模企业的经济效率要比小规模企业的经济效率高。再者,企业的规模越大,投资者和消费者对企业的发展能力和抗风险能力就会更有认同感,信任度也随之增加,如此一来将更加有利于企业的经营和发展。因此笔者引入公司规模作为控制变量,并假定企业规模与企业业绩正相关。

9. 资产负债率对企业业绩的影响。资产负债率即负债总额与资产总额之比,该指标主要反映公司的资本结构和债务治理水平。理论上来看,债务融资较权益融资对于企业税负节约更优,较高的资产负债率使得短期企业营运成本降低,从而企业业绩得到提升。但是不得不注意的是,因为负债过高使得财务风险上升,企业在市场中

的价值因风险控制而受到不利影响。因此,本文选取资产负债率作为控制变量,并假定资产负债率与企业业绩负相关。

三、高管结构、薪酬激励对企业业绩影响的实证检验

1. 样本选择与数据来源。本文高管结构、薪酬激励与企业业绩的相关指标数据主要来自于CSMAR数据库。实证部分的相关性检验和回归分析是通过SPSS统计软件进行,版本为SPSS19.0。本文选取2010~2012年中小企业板上市公司作为数据样本来源。为了保证检验结果的准确性,剔除特殊的金融行业和ST公司。对于所选变量中公司数据披露不完整的样本予以剔除。经过以上筛选后,最后取得1106个样本数据。

2. 模型构建。根据前文作出的相关假设,建立如下的数据模型:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 AGE + \beta_2 EDU + \beta_3 INDEP + \beta_4 NUM + \beta_5 DUAL + \beta_6 SALARY + \beta_7 MSR + \beta_8 LNASSET + \beta_9 DAR$$

表1 变量一览表

变量性质	预期符号	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量		总资产收益率	ROA	净利润/平均资产总额
解释变量	+	高管年龄结构	AGE	高管年龄的算术平均数
	+	高管教育结构	EDU	大专以下取1,大专取2,本科取3,硕士取4,博士取5
	+	独立董事比例	INDEP	独立董事人数/董事会总人数
	-	高管团队规模	NUM	高管人数之和
	-	两职合一	DUAL	董事长兼任总经理为1,否则为2
	+	高管货币薪酬	SALARY	前三名高管薪酬平均数
	-	高管持股比例	MSR	高管持股比例之和
控制变量	+	企业规模	LNASSET	企业总资产的自然对数
	-	资产负债率	DAR	负债总额/资产总额

3. 变量间的相关性分析。通过变量间的相关性检验,验证变量间是否存在多重共线性的问题。通过表2的检验结果可以看到,EDU、INDEP、NUM在10%的水平上与ROA显著正相关,DUAL在10%的水平上与ROA显著负相关,SALARY在5%的水平上与ROA显著正相关,DAR在5%的水平上与ROA显著负相关,AGE、MSR、LNASSET与ROA正相关但不显著。所有变量间的相关性系数没有超过0.8,其中变量间绝大多数的相关系数在0.1以下,表明本文选取的变量对模型具有解释力,可以对模型进行回归分析。

表 2 变量的相关性分析

	ROA	AGE	EDU	INDEP	DUAL	NUM	SALARY	MSR	LNASSET	DAR
ROA	1									
AGE	0.039	1								
EDU	0.061*	-0.004	1							
INDEP	0.064*	-0.068	0.055	1						
DUAL	-0.074*	0.079**	-0.022	-0.211**	1					
NUM	0.059*	0.002	-0.018	0.065*	-0.019	1				
SALARY	0.213**	0.029	0.206**	0.031	0.008	0.171**	1			
MSR	0.033	-0.142**	-0.135**	0.111**	-0.163**	-0.022	-0.149**	1		
LNASSET	0.055	0.071*	0.093**	-0.008	0.118**	0.252**	0.364**	-0.168**	1	
DAR	-0.366**	0.057	0.068*	-0.044	0.126**	0.075*	0.023	-0.282**	0.466**	1

注:样本为 1 106 个,***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下同。

4. 模型的回归分析。回归模型研究的是高管结构与薪酬激励对企业业绩的影响。从表 3 的回归结果来看,F 值为 37.685,在 1%的显著性水平下通过了 F 检验,说明本模型整体显著。本文共有 4 个解释变量、2 个控制变量通过了显著性检验,大部分原假设得到了证实。

表 3 高管结构、薪酬激励对企业业绩的影响 OLS 回归结果

	预期符号	系数	T 值
(常量)		-0.333	-5.711***
AGE	+	0.001	1.917*
EDU	+	0.006	1.897*
INDEP	+	0.044	1.364
DUAL	-	-0.005	-1.479
NUM	-	0.000 2	0.318
SALARY	+	2.06E-08	4.166***
MSR	-	-0.000 1	-1.767*
LNASSET	+	0.017	6.555***
DAR	-	-0.154	-15.924***
Adjusted R ² 0.232		F 值 37.685***	

(1) 高管年龄结构 (AGE) 与企业业绩 (ROA) 在 10% 的显著性水平上正相关,从而验证了假设 1。这符合假设中对我国中小企业现状的分析,较大年龄的高管,其经验更丰富且关系网更广,更利于目前经验不足的中小企业的发展和业绩的提高。

(2) 高管教育结构 (EDU) 与 ROA 在 10% 的显著性水平上正相关,意味着高管受到的教育水平越高,在开拓关系网络和信息网络中越容易获取需要的资源,将更有利于企业发展战略的制定和企业业绩的提高,与原假设一致,假设 2 得到验证。

(3) 从回归结果可以看出,独立董事比例 (INDEP)、高管团队人数 (NUM) 与企业业绩正相关、两职合一 (DUAL) 与企业业绩负相关,但均未通过显著性检验。这说明本文所选的中小企业样本中独立董事比例 (IN-

DEP)、高管人数 (NUM)、两职合一 (DUAL) 没有对企业业绩产生显著影响,即假设 3、假设 4、假设 5 均未得到验证。高管治理结构没有充分发挥其应有的作用,有待进一步完善。

(4) 高管货币薪酬 (SALARY) 与 ROA 在 1% 的显著性水平上正相关,

表明提高高管货币薪酬能在一定程度上激励高管的管理绩效,促进经营者作出益于股东的决策,有利于企业业绩的提高,从而验证了假设 6。

(5) 高管持股比例 (MSR) 与 ROA 在 10% 的显著性水平上负相关。目前高管持股情况不利于企业业绩的提高,高管持股比例过高,弱化了高管受外界的制约,不利于中小企业的健康发展,需要对高管持股比例进行控制。本文的假设 7 得到验证。

(6) 控制变量企业规模 (LNASSET) 和资产负债率 (DAR) 均与 ROA 在 1% 的显著性水平上相关,且企业规模与企业业绩正相关,资产负债率与企业业绩负相关。企业扩大资产规模将增强投资者和消费者对企业的认同与信任感,有利于企业业绩提高。而较高的资产负债率会对 ROA 造成威胁,过高的财务风险不利于企业业绩的提高,与原假设一致。

四、研究结论与建议

1. 研究结论。本文主要考察的是我国中小板上市公司的高管结构和薪酬激励对企业业绩的影响,通过以上的实证检验得出了以下几点结论:

(1) 通过研究发现,高管团队的年龄结构和高管受教育水平通过了显著性检验,都与企业业绩正相关,与本文的假设一致。高管团队规模和独立董事比例与企业业绩正相关,高管两职合一与企业业绩负相关,但是它们都没有通过显著性检验,表明其没有对企业业绩产生显著影响。这说明我国中小板上市公司的高管治理结构还没有发挥有效的相互监督和制衡的作用,没有起到有效地促进企业运行和企业业绩提高的作用。因此,中小企业板上市公司的高管治理结构需要大力改善,充分发挥高管之间的监督管理作用,以促进企业的发展。

(2) 通过实证检验可以看到,高管薪酬激励与企业业绩之间存在显著的相关关系,这说明我国中小板企业的高管薪酬激励能够对企业业绩产生显著的影响。其中从

短期薪酬激励来看,高管的货币报酬激励形式对高管可以起到正向激励作用,适度提高高管的货币薪酬能够在一定程度上激励高管作出与股东利益一致的决策,进而有利于企业业绩的提高。从薪酬的长期激励效果来看,高管持股比例与企业业绩存在显著的负相关关系,目前中小企业高管持股比例过高将不利于中小企业的发展,需要结合企业实际情况对其加以适当控制。

(3)本文的控制变量中,企业规模与企业业绩显著正相关,这与大多数学者的研究结论一致。如Morck等在对企业所有权和市场价值的实证分析中就指出:企业规模的大小会影响企业的价值。企业规模越大,其抵抗市场风险的能力就越强,进而对企业信任度不断增加,因此将更加有利于企业未来的经营和发展。企业的资产负债率与企业业绩显著负相关,分析可知,企业在负债情况下,尤其是在长期负债时,企业的运作就会受到债权人的监督和限制,从而对企业业绩产生不利的影 响。

2. 相关建议。

(1)优化高管年龄结构,提高高管团队整体受教育水平。我国中小企业的发展时间还较短,在面对快速发展的外部环境时缺乏经验。在年龄结构上,由于中小企业现阶段管理经验还比较缺乏,因此应该选择管理经验和关系网络较丰富的管理成员作为高层管理者。在教育结构上,应选择受教育水平较高的高管人员。因为受过良好教育的高管具备更强的获取多样化的信息和知识的能力,更能作出有利于企业发展的决策。

(2)完善独立董事制度,发挥独立董事作用。依照证监会颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,我国上市公司应当建立独立董事制度。建立独立董事制度的目的是形成经营者之间的权力制衡与监督,是现代企业必须完善的有利于企业长远发展的积极制度。然而,独立董事制度在具体的执行中,其任职人员往往由企业高管举荐,出现独立董事并不“独立”的现象,造成部分企业中独立董事制度形同虚设,与企业的经营和业绩实质关系不明显。

鉴于此,中小企业应做好独立董事选任工作,强化独立董事的专业性与独立性,进一步加强独立董事制度建设,充分发挥其在企业治理中的积极意义,从而促进企业的长远发展。

(3)避免两职合一,实现董事会与总经理的制衡。现代企业两权分离的特征决定了企业的领导结构中应该两职分离。当董事会成员兼任总经理时,会放大总经理的权力,不利于企业业绩的提高。首先,两职合一不能发挥董事与总经理的相互制衡作用,使得二者监督弱化,不适应现代企业的运行机制。其次,单一结构容易导致决策过度集中,弱化了决策的民主性和科学性,限制了企业的发展。本文的研究结论中两职合一与企业业绩的相关关系

虽然并不显著,但是二者是负相关关系,说明两职合一不利于企业业绩的提高。因此,中小企业应该消除两职合一的现象,从企业的长远利益出发,优化企业领导结构。

(4)充分发挥高管薪酬激励作用,优化薪酬激励结构。高管薪酬激励制度的制定对企业业绩能够产生显著的影响,中小企业应该充分发挥其作用。薪酬激励的形式多种多样,企业不仅要结合实际情况制定适合本企业的薪酬激励制度,还要面对不断变化的市场经济形势来进行调整。

虽然以企业绩效为目标的货币薪酬激励形式对企业业绩的提高具有显著的正向作用,但是短期激励过分单一,具有一定的局限性。企业的经营业绩往往需要数十年的时间才能体现出来,所以只根据目前的绩效来决定高管的激励方案,会使得企业高管忽视长期投资而倾向于作出盲目追求短期利益的决策,这将不利于企业的长远发展。企业薪酬激励应该采用长期激励与短期激励相结合的方式,文中所述长期激励主要是指股权激励。

大量的研究表明,股权激励这种激励方式能够有效地激发高管人员的积极性,从而促进企业业绩的提高。本文的研究结果表明高管持股与企业业绩显著负相关,但笔者认为负相关并不是对高管持股激励作用的完全否定,而是应该根据企业自身的实际情况对高管持股进行合理的控制。Morck, Shliefer和Vishny(1988)研究发现,管理层持股与企业业绩关系是随着持股比例的变化而变化的,管理层持股比例在百分之五以下时,管理层持股比例与企业业绩呈显著正相关关系;持股比例在百分之五和百分之二十五范围内时呈负相关关系。相关数据显示,2010~2012年中小企业高管持股比例的平均值已经达到23.6%,因此各中小企业不能再盲目提高高管持股比例,过高的高管持股比例将不利于企业的长期发展,对企业业绩将会产生消极的影响。

主要参考文献

Bantel K A, Jackson S E.. Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference? [J]. Strategic Management Journal, 1989 (10).

魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000(3).

李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2000(1).

李炜文. 高层管理团队特征、战略变化和组织绩效[D]. 汕头: 汕头大学, 2006.

梁国萍, 潘细香. 交通运输行业上市公司高管薪酬影响因素实证分析[J]. 金融与经济, 2010(10).

张金麟, 赵勃. 中国上市公司高管薪酬与公司业绩相关性实证研究[J]. 经济问题探索, 2010(6).