

中美两国上市公司高管薪酬决定因素比较研究^①

万媛媛, 井润田, 刘玉焕
(电子科技大学管理学院, 成都 610054)

摘要: 选取中国深沪两市1999年到2003年4430家上市公司和美国纽约交易所1999到2002年6907家上市公司进行实证比较, 在确定了中国上市公司高管薪酬的主要决定因素的基础上, 与美国上市公司高管薪酬进行比较. 结果表明, 公司规模、公司绩效、股权特征是决定高管薪酬的主要因素; 它们对于两国上市公司高管薪酬的影响是有区别的; 探究了造成这种差异的原因并提出了对于中国上市公司高管薪酬政策设计的指导性建议和以后研究的方向.

关键词: 高层管理团队; 高管薪酬; 公司规模; 公司绩效; 股权特征; 比较研究

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2008)02-0100-11

0 引言

高层管理团队是指公司高层经理的相关小群体, 包括CEO、总经理、副总经理以及直接向他们汇报工作的高级经理. 高层管理团队的成员来自企业最高层, 属于企业的战略制定与执行层, 负责整个企业的组织与协调, 对企业经营管理拥有很大的决策权与控制权. 这些高级经理人的薪酬称为高管薪酬. 本文研究的高管薪酬指的是整个高层管理团队的平均薪酬水平. 高管薪酬问题一直为学术界和实践者所关心, 从理论角度看, 理解高管薪酬对于理解公司再生理论非常重要, 因为高管薪酬会反过来影响高管人员的行为, 高管薪酬的决定因素和其构成也是股东、监管部门和公司管理人员所关注的问题^[1]. 对于美国高管薪酬研究已经有了70余年的历史并且获得了大量的研究成果, 以经济学为基点的代理理论从契约的角度上指出了公司应该在设计薪酬时与业绩联系起来, 以达到有效的激励; 而管理学派则认为公司规模是高管薪酬的重要决定因素; 人力资本理论从不同角度强调了人力资本在制定高管薪酬时的重要作用; 管理决断权从政治角度上解释了薪酬是

高管所拥有的权力的函数; 公平理论和锦标赛理论从社会学的角度解释了薪酬水平的制定; 国外的实证研究多是以代理理论为出发点, 重点研究公司业绩与高管薪酬的关系^[2].

然而, 对除美国之外的高管薪酬的理解有一定局限性. Kostiuk以英国公司为例研究了非美国公司高管薪酬与公司规模之间的关系^[3]; Kaplan研究了日本与美国大公司的高管薪酬与企业绩效之间的联系, 结果发现日本公司高管薪酬与企业收入、股票回报率相关, 且在一定程度上与销售绩效衡量指标相关^[4]. 日本高管薪酬与股票绩效和现金流正相关. 另外还有一个有趣的发现就是日本高管薪酬相比美国高管薪酬对低的甚至负的营业收入的敏感度更高而对股票回报率的敏感度更低.

对于中国上市公司高管薪酬的研究也有一些重要的结果, 大部分实证研究表明上市公司在制定薪酬水平时很少以公司业绩为重点依据对象, 尤其是本期的业绩对薪酬水平没有任何影响作用; 而公司规模对高管薪酬有明显正影响, 国家股比例对薪酬水平的决定有明显的负影响^[5]. 除此之外, 影响薪酬的因素还包括公司的治理结构

① 收稿日期: 2005-01-04; 修订日期: 2005-06-22.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70372032); 教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(NCET-06-0804); 电子科技大学“中青年学术带头人培养计划”资助项目.

作者简介: 万媛媛(1980—), 女, 河北唐山人, 硕士生. Email: payot.yuan@263.net

(包括所有权结构和二元性等)、人力资本和公司的支付能力等等。

本文的目的就是通过比较中美两国上市公司高管薪酬的具体决定因素——公司规模、公司绩效和公司股权结构来理解高管薪酬水平如何决定的问题。这3种因素已经在以前的关于美国上市公司的研究文献中得到了验证,成为影响薪酬问题的3个最显著的因素。而以前的两国高管薪酬的比较研究多是对两国高管薪酬数值和政策进行的描述性质的比较研究。比较管理是指研究和分析不同环境中的管理,通过在各种环境下的比较分析管理的普遍性和特殊性。

1 研究背景和假设

1.1 中美两国证券市场对公司治理结构的影响的对比

美国公司治理结构模式的形成与股份有限公司和公共证券市场的迅速发展密切相关,美国具有高度发达的证券市场,早在19世纪末,英国和美国的证券市场就在从事政府证券交易和公共事业公司的股票交易的基础上得到了发展,并逐步建立了完整的和严格的法律监管体系,公司的融资能够以发行股票和债券的方式在证券市场上迅速得以完成。同时由于证券交易品种的多样性、交易手段快捷、信息披露充分等也为投资者提供了方便和有利的投资机会和场所,从而导致证券市场投资者众多、股权分散、流动性强的特点。

虽然中国上市公司的治理结构和证券市场借鉴了很多西方国家的经验,从表面上看与西方国家的公司治理结构和证券市场非常类似,但是实际上中国的证券市场是一个不成熟的具有中国特色的证券市场,表现在:(1)单一投资主体下的所有权治理主体缺位,国家是单一的投资主体,由于国有企业所有权的长期缺位,企业治理结构主体实际上也不明确。企业虽然受到来自主管部门的行政干预,但是这种多重委托代理关系下的行政化的治理行为并不能有效地解决所有者与经营者之间的利益冲突,以及约束和激励等治理机制的不健全,最终导致经营者失控和内部人控制现象的出现。(2)中国证券市场规模偏小,市场发育不完善,企业股本本来就不大,再加上未流通股占上市公司总股本的比重高于流通股,使得我国证券

市场的流通市值只占同期GDP的10%左右,与美国的224%相去甚远。

上述比较说明中国上市公司所处的环境与美国上市公司完全不同,这正是本文进行比较的原因,是为什么中国模仿美国等西方国家的上市公司的治理结构,但是结果总是差强人意,在外国适用的先进经验一旦引入中国上市公司就变得有些形式主义的原因,如独立董事的引入。本文试图寻找中美两国上市公司高管薪酬决定因素的差异,在这个过程中中美两国证券市场的发展状况往往是这种差异的出发点和大环境,这种证券市场成熟度造成的公司治理情况的差异贯穿了文章的始终。如中国证券市场规模偏小造成的上市公司的整体规模小于美国上市公司,所以中国高管薪酬理应低于美国上市公司;中国上市公司政府控制的特点决定了中国上市公司高管薪酬的决定方式。

首先了解一下中国上市公司高管薪酬是如何制定的,在国有企业体制改革刚开始的时候,高管薪酬基本是由一些刚性指标决定的,这些指标不能反映企业的绩效和个人贡献,这些指标包括,地区、行业、管理级别、企业规模、工作职位和行政级别等等。80年代后期一些企业引进了利润责任合同制初次将高管薪酬与企业绩效联系起来,高管可以将合同规定的一部分企业剩余利润用来提高自己和员工的工资和福利。1992年起开始在一些地区和企业试行的年薪制成为真正的绩效工资的开始,年薪制将年薪分为固定工资和奖金两个部分。固定工资主要由普通员工工资水平和企业规模决定,每个月发放;而可变部分即奖金(风险工资)则基于企业1年内的经济效益,在年底考查一次性发放。企业绩效的考核主要是利润,对于一些公用事业企业则用一些非经济指标,如:企业稳定性和廉政情况等。

1.2 高管薪酬与公司规模之间的关系

高管薪酬和公司规模之间具有显著的正相关关系已经得到了广泛的实证检验支持。这可以由组织内部结构和组织外部劳动力市场理论来解释。公司结构是层次化的,大公司相比小公司具有更多的层次,为了保证公司每个层次之间都有充分的薪酬差距^[6],大公司不得不支付给高管人员比小公司更高的薪酬。相比小公司,大公司的管理者往往需要更高的知识和能力以应付更复杂的环

境,具有更高的人力资本,因此在外部劳动力市场上往往要求更高的薪酬补偿。由此,本文假设中国上市公司与美国上市公司相似,高管薪酬都与公司规模正相关,其相关性处于同一水平。

假设 1a 中国上市公司高管薪酬与公司规模正相关。

假设 1b 中美两国上市公司高管薪酬与公司规模的相关性处于同一水平。

1.3 高管薪酬与公司绩效之间的关系

薪酬的目的就是奖励员工已有工作成绩以期产生更好的绩效,由于高管人员对公司经营所起作用重大,高管薪酬激励政策研究显得尤为重要,但是由于高管工作的复杂性,衡量其绩效很困难。所以大多数情况下都把公司绩效作为衡量高管绩效的一个替代标准。假设基于绩效的薪酬政策可以激励经理人向着有利于股东利益最大化的方向努力^[7-9]。

关于美国上市公司公司绩效与高管薪酬的实证研究结果五花八门,不同的绩效衡量指标和实证研究方法都会得出不同的结果。但总体而言无论是采用市场值指标还是会计指标衡量,公司绩效都能解释公司间薪酬差别的 10%^[10,11],本文假设中国上市公司高管薪酬与公司绩效正相关。

由于中国上市公司上市前主要是国有企业,上市后股权又有多元化特点,因此所有权和经营权分离更加严重,又由于所有者缺位等问题,上市公司股东和公司管理层的委托代理问题往往很严重,管理层可能会给自己更好的薪酬条件,如很多研究者发现的“穷庙富方丈”现象。而且中国高管薪酬的制定过程也反映出国有股东的控制使得企业高管薪酬制定政策有着官僚式的程序。具体来讲,高管薪酬的制定主要是由国资委负责,很少具体依赖企业绩效,因为企业绩效是由财政部和经贸委考核的。由于每一个部门都有自己的职责,彼此之间缺乏沟通,所以在制定高管薪酬时,国资委往往根据企业规模和高管人员的经历和职位及考核成绩参考类似级别的政府官员的薪酬水平制定高管薪酬水平。所以本文假设中国上市公司高管薪酬与公司绩效的相关性弱于美国上市公司。

假设 2a 中国上市公司高管薪酬与公司绩效正相关

假设 2b 中国公司高管薪酬与公司绩效之间的正相关性弱于美国上市公司

1.4 高管薪酬与公司股权特征之间的关系

股东作为公司财产的最终所有者和风险承担者,享有经营管理公司的权利。公司产生的初期,往往是大股东担任公司的经理人员。随着公司规模日益扩大,业务越来越复杂,大股东不能胜任其工作。与此同时,持有公司股份的股东越来越多,稀释了公司股权,为了避免所有股东参与管理而导致混乱,许多公司开始聘请职业经营管理人员,这些经理人拥有企业的执行管理权,而股东们拥有公司的剩余索取权、经营者选择权和重大决策权,这就是控制权和所有权分离,这种分离就必然伴随着另一种制度选择,即股东和经营管理层之间形成的基于授权基础上的委托代理关系^[12]。在持股分散的公司,对于小股东而言,由于监督是有成本的,监督所带来的实惠远远不能偿付他们为监督付出的代价,所以分散的小股东没有监督高管人员行为和决策的意愿^[8,11]。失去了这种对高管人员权威的挑战,公司的控制权实际上就落到了公司高管手中,与此相反,对于一个持股集中的公司,每一个股东都由足够的动力去监管高管人员的行为和决策。公司是集中持股还是分散持股标志了公司的控制权是由股东掌握还是所有者掌握。

实证结果显示只要有可能高管人员就会有会牺牲公司和股东的利益以满足个人私利。因此假设在缺乏监管的情况下,高管支付给自己的报酬会高于有效监管的情况,这就意味着集中持股的公司相比较分散持股的公司高管薪酬低。

因此如同美国上市公司,假设中国上市公司高管薪酬也与股权集中度负相关。

我国特殊的体制和资本市场的发展阶段决定了我国上市公司股权特征相比其他国家更加复杂,首先股权极度集中,除了控股大股东之外基本上不存在与之相抗衡的大股东,其次按股权属性又分为国有股、法人股和社会公众股。国家股和法人股作为控股大股东很大程度上决定了公司治理特征,所以必须考虑股权属性的配置对主体行为的影响。国家股控股程度越高,高管人员决策受到的约束就越大,拥有的管理决断力就越小,承担的风险也越小,所获得的风险补偿就越低^[13,14];其次,国家股控股比例越高的公司,高管人员大多具有行政级别,不可能拿到高于同级别官员太多的薪酬;所以假设国有股的比例与高管薪酬负相关。

法人股股东投资的财产来自公司法人主体,在对外委托中具有相对明确的投资主体,因此他们期望能从公司治理及改善经营业绩中实现自己投资的稳定的增值回报。于是他们会紧密监管高管人员,因此假设法人股东持股比例也与高管薪酬负相关。但是法人股东为了获得好的管理人员而愿意支付更高的薪酬,由于没有行政特权也不得不支付较高薪酬;所以假设法人股股东持股比例对高管薪酬的负面影响小于国家股股东持股比例。

如同美国公司,中国上市公司的股权特征无论是集中度还是股权属性都对上市公司高管人员的薪酬有显著的影响。

假设 3a 中国上市公司持股集中程度与高管人员的薪酬负相关。

假设 3b 国有股持股集中度与法人股持股集中度与高管薪酬都呈负相关,国有股持股比例的负面影响更强一些。

1.5 公司股权特征对高管薪酬和绩效之间相关性的影响

基于绩效的高管薪酬政策的目的是通过这种政策使得高管人员的利益目标和股东利益目标相一致,从而尽可能促进公司业绩,使得股东利益最大化^[8]。委托代理理论假设高管人员是风险厌恶的,所以他们并不喜欢这种高度不确定性的基于绩效的薪酬政策,当他们有足够的自主权时,比如当他们处于持股较为分散的公司,没有得到有效的监管,他们就会避免选择这种基于绩效的薪酬政策,以减轻他们因此要承担的风险,Gomez-Mejia 对 71 家大型制造业公司的实证研究表明了持股集中的公司相对持股分散的公司高管薪酬与公司绩效的相关性强。Gomez-Mejia 等又在 1989 年对 175 家美国制造业公司做了实证研究,研究表明:所有者控制公司与管理者控制公司比较,监管以及薪酬与绩效关联性都更强,对于两种类型的公司,监管和风险水平都对高管的奖金和长期激励有直接影响;所有者控股公司这种关联性更强,它们对公司绩效与高管薪酬的相关性的影响的解释是管理者控股公司的 7 倍^[11]。

中国上市公司股权极度集中,控股大股东的存在解决了 Berle 和 Means 所提出的委托代理问题^[12],但加重了 Shillerfer 和 Vishing 提出的大股东隧道行为问题^[15]。他们认为当今世界最主要的公司治理问题就是大股东对小股东的剥削问题,

大股东的持股比例越高剥削小股东的能力就越大,但是由于剥削小股东是要付出成本的,随着大股东持股量的增大,其对小股东的剥削成本就越高,从而剥削激励就越小。也就越加强了对公司的控制和影响,使得公司高管薪酬与业绩挂钩更加紧密。

再按照上市公司的股权属性对其分类,国家股从产权性质看属于国家,在实际的国有资产运作过程中,国有资产从中央到实际运作的企业,形成一个相当长的委托代理链条,委托代理链条越长,监督就越不利,薪酬与业绩的挂钩就可能不紧密;国家股东的目标函数相比法人股东呈现多元化的特征,即经营目标与社会目标合一,使上市公司失去作为经济法人的目标的唯一性,考核指标除了公司经济利润外还有社会效益等;国家股持股的上市公司,多有政企不分的痕迹,如国有股绝对控股公司的高管人员多是政府行政官员,他们的工资多是行政政策安排,根据级别固定了工资的范围,而其所管理的上市公司又多作为其行政政绩的考核,作为升迁的标准,所以本文认为,国有股企业高管人员薪酬与业绩的相关性较法人控股公司低。而作为法人控股企业他们最大的目标就是追求利润最大化,其持股集中程度就决定了大股东有足够的动力去监督管理人员的行为以确保其薪酬和业绩紧密挂钩。

综上所述本文提出以下假设:

假设 4a 国有控股企业高管薪酬与业绩的相关性低于法人控股的上市公司;

假设 4b 国有控股企业中的国有股处于绝对控股地位的高管薪酬与业绩的相关性强于集中度低的公司;

假设 4c 法人控股企业中法人股处于绝对控股地位的高管薪酬与业绩的相关性强于集中度低的公司;

假设 4d 股权过度分散的公司,高管薪酬与公司业绩无相关性;

2 数据来源、变量定义和研究方法

2.1 数据来源

本文用到的中国上市公司的财务数据和治理数据来源于 CSMAR 数据库,公司股权结构数据来源于上市公司年报,选取 1999 到 2003 年 5 年

的上市公司样本进行研究,剔除金融类公司和数据不完备的公司最终包含4 430个样本,共886家深沪两市上市公司.美国上市公司财务数据和薪酬数据来源于compustat数据库,选取了1999到2002的上市公司样本,剔除了金融类和数据不完备的公司,得到6 907家上市公司数据进行分析,由于没有获得公司股权结构的数据,将引用Gomez-mejia实证结果的数据进行比较^[11].

2.2 变量定义

薪酬(compensation) 指的是公司高层管理团队的平均现金薪酬,公司的决策是由整个高层管理团队决定的,所以采用的高层管理团队的平均薪酬,即高管层平均年薪,美国公司现金薪酬包括工资和奖金.为了消除薪酬间巨大差异,用自然对数的方法处理薪酬值.当然,研究长期激励是更有意思的话题,但是由于目前本文所取得的来源于公司年报和数据库的数据没有相关的数据披露,所以这个研究现在无法展开.

公司规模 采用公司销售额(sales)和公司总资产额(assets)的自然对数进行衡量.采用自然对数处理可以提高回归模型的拟合程度. Baker等人的实证研究表明采用对数处理的规模值得到了最好的回归拟合结果.

公司绩效 公司经营的业绩和效率,一般用一组财务指标加以反映,如:每股收益、净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA)、主营业务资产收益率(CROA)、托宾Q(TobinQ)等,目前国内外研究大都采用TobinQ、CROA和ROE作为公司绩效的评价标准.但是在我国资本市场不尽完善的情况下,沿用TobinQ衡量存在不少缺陷,如相关数据难以获得;非流通股权益市值难以计算等. CROA即主营业务资产收益率,它比净利润真实可信度高,被操纵的可能性小,基本上能反映出上市公司的整体经营状况,更好地反映企业绩效.所以本文主要采用CROA衡量公司绩效,结合ROE进行对比分析.

公司股权特征 股权性质即股权的实质性归属,用国有股持股比例(State)和法人股持股比例(Legal)表示.国家控股还是法人控股用哑变量1、0表示;股权结构中股权集中度用上市公司控股股东的持股比例表示, $L1 > 50\%$ ($L1$ 表示第1大股东持股比例),为绝对控股, $20\% < L1 < 50\%$,为相对控股, $L1 < 20\%$,为分散控股;用CR

指数衡量公司股权分布状态,CR5、CR10表示公司前5大股东和前10大股东持股数占公司总股份的比重.

2.3 研究方法

本文利用以下的模型验证分析薪酬与其各影响因素的关系.

验证假设1a、1b的模型

$$\begin{aligned} \ln Compensation_{China} &= a_0 + a_1 \ln sales + a_2 \ln assets + \varepsilon_1 \\ \ln Compensation_{USA} &= b_0 + b_1 \ln sales + b_2 \ln assets + \varepsilon_2 \end{aligned} \quad (1)$$

验证假设2a、2b的模型

$$\begin{aligned} \ln Compensation_{China} &= c_0 + c_1 ROE + c_2 CROA + \\ & c_3 \ln assets + c_4 \ln sales + \varepsilon_3 \\ \ln Compensation_{USA} &= d_0 + d_1 ROE + d_2 CROA + \\ & d_3 \ln assets + d_4 \ln sales + \varepsilon_4 \end{aligned} \quad (2)$$

$\ln assets$ 和 $\ln sales$ 是后加入的规模控制变量.

验证假设3a、3b的模型

$$\begin{aligned} \ln Compensation_{China} &= \beta_0 + \beta_1 CR5 + \beta_2 CR10 + \varepsilon_5 \\ \ln Compensation_{China} &= \lambda_0 + \lambda_1 state + \lambda_2 legal + \\ & \lambda_3 CROA + \lambda_4 \ln assets + \varepsilon_6 \end{aligned} \quad (3)$$

CROA和 $\ln assets$ 是后加入的控制变量

$$\begin{aligned} \ln Compensation_{China} &= \gamma_0 + \sum_{i=1}^3 \gamma_i C_i \times CROA + \\ & \sum_{i=1}^3 \theta_i C_i \times \ln assets + \varepsilon_7 \\ \ln Compensation_{China} &= \delta_0 + \sum_{i=1}^2 \sum_{j=1}^3 \delta_{ij} C_i D_j \times \\ & CROA + \sum_{i=1}^2 \sum_{j=1}^3 \vartheta_{ij} C_i D_j \times \ln assets + \varepsilon_8 \end{aligned} \quad (4)$$

C_i 表示股份性质控制变量: $C_1 = 1$ 表示公司为国有控股公司,否则为0; $C_2 = 1$ 表示公司为法人控股公司,否则为0; $C_3 = 1$ 表示全体上市公司. D_i 表示股权集中度: $D_1 = 1$ 表示公司为绝对控股公司,否则为0; $D_2 = 1$ 表示公司为相对控股公司,否则为0; $D_3 = 1$ 表示公司为分散控股公司,否则为0.

3 统计分析结果

表1是对中美两国上市公司高管薪酬的描述性分析.从表1看到,中国上市公司国有股持股比例稳步下降,法人股持股比例基本保持稳定,国有股控股企业也呈逐渐减少的趋势,从67.4%下降

到54.04%,说明1999年到2003年期间国有股在有步骤、缓慢地退出一些上市公司;而企业的绩效从1999年到2003年有一个下降回升的趋势,2002年公司绩效达到谷底,2003年公司绩效的2个指标明显转强。高管薪酬在这5年期间增长超过100%,由于管理人员起始薪酬水平较低,这种增长一方面表现了社会对管理人员的价值有了更加深刻的认识,一方面是受国家对高管薪酬政策的影响。相比美国上市公司,管理人员薪酬在1999—2001年基本保持稳定,2002年薪酬相比2001年增长超过10%;反映在绩效水平上1999—2001年公司绩效大幅下滑,2002年步出低谷开始回升。公司高管薪酬表现出薪酬刚性的特点,业绩下滑时,薪酬受影响不大,但是当业绩好转时候,薪酬大幅增长。从各项指标对比,发现美国公司业绩、规模、薪酬的平均值远远高于中国上市公司。美国上市公司的销售额是中国上市公司的300倍左右,其资产规模是中国的400倍左右,

这种差距正在逐年缩小,美国上市公司的业绩指标值也是中国上市公司平均指标值的100倍左右。美国薪酬绝对值远高于中国公司高管薪酬,约是中国的300多倍。根据每年各个国家的薪酬调查显示,美国公司高管薪酬是世界上最高的,两国国情差异很大,比如中国证券市场的规模和上市公司规模远远小于美国就是造成高管薪酬远远低于美国的一个重要依据。从这点看两个国家高管薪酬的绝对值的比较基本没有意义,所以从绝对值角度得出的中国上市公司高管薪酬相比美国严重低估的结论有问题。故此,本文将从两国上市公司的薪酬的内在决定因素讨论两国高管薪酬差异。由于缺少美国2003年的企业数据,采用的是中国1999—2003的数据与美国1999—2002的数据进行比较,鉴于重在高管薪酬的决定因素而非两国薪酬现状的描述性分析,本文认为采用不同时段的数据进行分析不会有太大影响。

表1 中美两国上市公司高管薪酬描述性分析

Table 1 Descriptive analysis of executive compensation in listed companies between China and US

年份	1999		2000		2001		2002		2003	
中国上市公司	N = 885		N = 885		N = 885		N = 885		N = 885	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
STATE (%)	33.569	27.07	32.2343	26.82	31.380	26.38	30.908	26.19	28.932	26.16
LEGAL (%)	26.484	25.71	26.7648	25.52	26.714	25.26	26.590	25.07	26.634	25.08
控股	0.6740	0.494	0.6593	0.4967	0.572	0.4975	0.5580	0.4979	0.5404	0.4977
ROE (%)	0.0672	0.462	0.1207	2.170	-0.016	0.9001	-0.0478	0.9850	0.0669	2.080
CROA (%)	0.1067	0.065	0.1030	0.0663	0.099	0.0665	0.1032	0.0779	0.1061	0.0776
SALES/百万¥	83.3814	13821.5	99.2889	1723503	108.359	1857265	127.003	223205	159.969	319998
ASSETS/百万¥	152.201	20084.6	175.908	2109943	191.883	2278341	209.950	2580111	240.806	312985
年薪/万¥	8.0036	15.59	8.9224	10.42	12.376	28.69	14.363	14.31	17.993	24.78
年份	1999		2000		2001		2002			
美国上市公司	N = 1896		N = 1777		N = 1647		N = 1560			
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev		
ROE (%)	3.85279	184.8657	5.70069	85.21433	-3.15732	155.0163	3.38753	86.54453		
CROA (%)	3.3203	18.01202	1.96467	26.70003	-1.03684	25.91549	0.13818	22.66289		
SALES/百万\$	3744.93	10482.85	4458.175	12516	4781.186	13132.26	4712.831	13269.21		
Assets/百万\$	9283.47	39426.31	10785.72	47574.73	11951.24	53134.8	12982.41	58396.63		
年薪/千\$	575.70	748.039	619.0036	845.0619	616.672	872.5794	699.58	840.73		

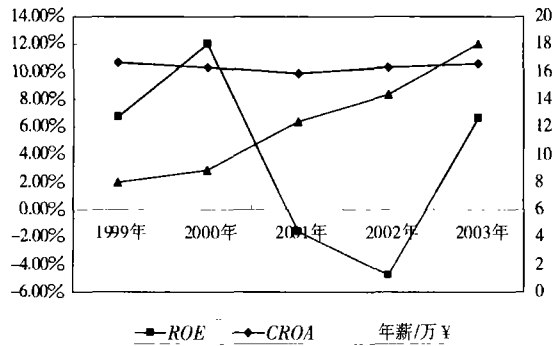


图1 中国上市公司高管薪酬与业绩的描述性分析

Fig. 1 Descriptive analysis of executive compensation and firm performance in listed companies of China

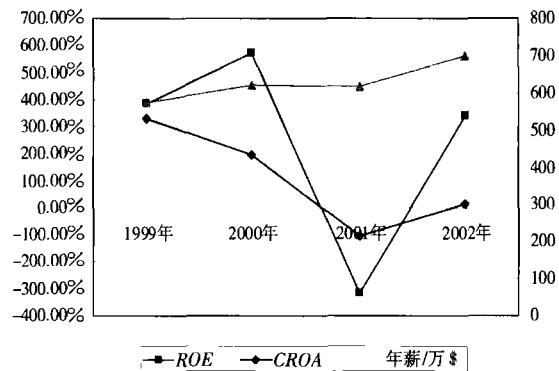


图2 美国上市公司高管薪酬与业绩的描述性分析

Fig. 2 Descriptive analysis of executive compensation and firm performance in listed companies of US

表2 中美两国上市公司高管薪酬与公司规模回归结果

Table 2 Regression results of executive compensation and firm size in listed companies of China and US

规模	中国上市公司高管年薪					美国公司高管年薪	
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	5年纵列数据	4年纵列数据
LNASSETS	0.156 **	0.181 **	0.106 *	0.153 **	0.119 *	0.158 ***	0.134 ***
T	3.137	3.786	2.071	3.200	2.683	7.025	22.906
LNSALES	0.072 *	0.090 *	0.134 ***	0.113 **	0.147 ***	0.121 ***	0.158 ***
T	2.065	2.805	3.750	3.470	4.966	7.754	25.095
Adj R ²	0.062	0.099	0.084	0.111	0.138	0.108	0.506
R	0.254	0.318	0.293	0.336	0.374	0.329	0.712

注：由于美国公司分年度回顾结果差异不大故略去。

表2的实证结果支持假设1a,中国上市公司的高管薪酬与公司规模显著正相关,与公司总资产的相关系数为(0.158, $p < 0.01$),与公司销售额相关系数(0.121, $p < 0.01$),可以看出中国上市公司高管薪酬对公司总资产的敏感度要高于公司销售额.从分年度回归结果可以看出,销售额对高管薪酬的影响程度从1999年到2003年有增强趋势.

相比美国公司,中国上市公司总资产对高管人员的薪酬影响(0.158, $p < 0.01$)强于美国公司(0.134, $p < 0.01$),而公司销售额对薪酬的影响(0.121, $p < 0.01$)则低于美国公司(0.158, $p < 0.01$),这说明中国公司和美国公司对公司规模的评判标准有区别,一般中国公司更偏好用公司资产总额来评价公司规模,美国公司则是以销售额决定公司规模,比如世界500强的唯一评判标准就是销售额.当然销售额和资产之间有明

显的相关性.

本结果支持假设1b,中国公司高管薪酬与公司规模的相关性与美国公司处于同一水平.但是美国上市公司规模对高管薪酬的解释程度(0.506)是中国上市公司(0.108)的5倍.

表3是中美两国上市公司绩效与高管薪酬相关性的实证研究结果,结果支持假设2a,中国上市公司高管人员薪酬与公司绩效显著正相关,但是两个指标中,ROE指标与公司高管薪酬基本没有相关性,一般而言,所以一般ROE是作为证监会对上市公司进行首次发行(IPO)、配股和特别处理(ST)的考核指标.对于美国上市公司而言,ROE对上市公司高管人员的绩效也基本没有相关性,CROA对公司高管人员薪酬具有强的显著性.对比中美两国回归结果,惊讶发现,结果拒绝了假设2b;中国上市公司高管薪酬与绩效的相关性(2.413, $p < 0.01$)明显高于美国上市公司

(0.001, $p < 0.01$), 究其原因如下:1、没有采用国外通行的与股票市值相联系的绩效评估指标, 因为作为一个新兴市场中国证券市场具有不成熟和投机的特性, 上市公司的股价并不能反映出上市公司绩效的好坏, 为了对比方便, 本文采用会计衡量指标作为绩效衡量指标;2、中国高管薪酬对绩效的敏感度更高, 这部分是由于薪酬对绩效敏感度与企业规模之间负相关, 也就是说小公司绩效与薪酬的关联性往往更强, 而中国上市公司的规模远远小于美国公司;3、美国上市公司高管人员的薪酬一般由现金薪酬(年薪+奖金)、福利、长期激励(如期权、期股等)3部分组成, 长期激励才是薪酬中与公司绩效结合最紧密的部分, 而这里所讨论研究的现金薪酬一般是作为高管人员的劳动补偿, 起到稳定和降低高管承担风险的作用,

一般由公司规模等因素决定. 如果将股票期权考虑进去, 如 Jensen 和 Murphy 对 1969—1983 年的 73 个制造业企业研究得到股东价值每增加 1 000 美元会使得 CEO 的全部薪酬增长 0.307 美元, 这就暗示考虑期权的薪酬与绩效的敏感度会高于中国公司^[16]. Murphy 又进一步研究发现自 90 年代以来高管薪酬与绩效的关联性越来越强的主要原因是由于股票期权的广泛使用;4、中国上市公司绝大部分都是国有企业, 受国家政府各部门管制程度高, 高管人员薪酬考核办法都是由国家或地区政府统一制定, 规定了一些业绩指标, 完成者给予较高薪酬, 没有达到者给予处罚, 这种考核办法使得本文的实证结果显示中国上市公司高管薪酬与公司业绩显著正相关^[17]. 分年度回归结果与平行数据结果类似, 故略去.

表3 中美国上市公司高管薪酬与公司绩效回归结果

Table 3 Regression results of executive compensation and firm performance in listed companies of China and US

绩效	ROE	T	CROA	T	LNSALES	T	LNASSETS	T	Adj R ²	R
美国4年高管年薪	0.000	2.013	0.004***	9.225					0.017	0.131
	0.000	2.014	0.001*	2.220	0.155***	24.163	0.135***	23.018	0.507	0.712
中国5年高管薪酬	0.002	0.229	2.905***	16.274					0.056	0.239
	0.002	0.231	2.413***	11.953	0.009	0.478	0.264***	11.064	0.136	0.369

表4 中国上市公司高管薪酬与持股集中度的回归结果

Table 4 Regression results of executive compensation and ownership convergence in listed companies of China

持股集中度		CR5	CR10	CR10—CR5	Adj R ²	R
高管年薪	模型1	-0.398*** (-3.782)	—	—	0.004	0.064
	模型2	—	-0.294* (-2.630)	—	0.002	0.045
	模型3	-3.215*** (-6.084)	3.056*** (5.439)	—	0.012	0.112
	模型4	—	—	3.360*** (6.483)	0.012	0.110

表4验证假设3a, 可以看到在模型1、2中, 前5大股东和前10大股东与高管薪酬负相关, 但不显著, 模型3中, 看到前5大股东与高管薪酬明显负相关(-3.215, $p < 0.01$), 而前10大股东对高管薪酬明显正相关(3.056, $p < 0.01$), 解释原因看模型4, 前10大股东与前5大股东持股集中度之差对高管薪酬明显正相关(3.360, $p < 0.01$), 这说明当前5大股东持股绝对集中时, 高管对薪酬

的谈判能力降低, 而当后5大股东拥有与前5大股东相抗衡的股份时, (此时股权较分散) 高管对自己的薪酬具有较强的影响能力, 这完全验证了假设3a, 即中国上市公司持股集中程度与高管人员的薪酬负相关. 另外这也和前5大股东与前10大股东的产权关系有关, 一般前5大股东都是国家股或者是法人股, 而后5大股东一般为机构投资者或者是自然人, 代表了中小股东.

表5 中国上市公司股权结构与高管薪酬的回归结果

Table 5 Regression results of executive compensation and firm ownership in listed companies of China

国有股法人股比例	State	Legal	CROA	lnassets	Adj R ²	R
高管年薪	-0.009 *** (-9.088)	-0.006 *** (-5.871)	—	—	0.021	0.148
	-0.009 *** (-9.284)	-0.006 *** (-5.690)	2.925 *** (16.563)	—	0.078	0.281
	-0.008 *** (-9.178)	-0.003 ** (-3.162)	2.494 *** (14.764)	0.296 *** (21.835)	0.168	0.411

表5验证了假设3b, 高管薪酬与国有股、法人股的持股比例负相关, 且国有股比例对薪酬的负面作用更大。

表6拒绝了假设4a, 得出国有控股企业高管薪酬与业绩的相关性(2.940, $p < 0.01$) 高于法人控股的上市公司(2.686, $p < 0.01$) 的结论; 加入控制变量规模后, 可以看到, 公司规模对薪酬的影响均为正, 但法人控股企业高管薪酬受到公司规

模的影响更大一些。究其原因, 国家控股的企业虽然委托代理链较长, 会面临更多的委托代理问题, 但是国家控股的企业一般都是关系国计民生的重点行业企业, 国家会对这类企业进行严格的监管; 其次, 国家控股企业的管理者多为官员, 处于政治功利的角度考虑, 他们也会尽量使自己的绩效满足国家要求, 从而显得薪酬与业绩挂钩更加紧密。

表6 中国上市公司股权特征对高管薪酬与公司绩效相关性影响的回归结果1

Table 6 Regression results 1 of ownership characteristic and correlation between executive compensation and firm performance in listed companies of China

绩效	高管年薪					
	国家控股	法人控股	全样本	国家控股	法人控股	全样本
CROA	2.940 ***	2.686 ***	2.907 ***	2.617 ***	2.158 ***	2.477 ***
T	10.856	10.444	16.306	10.136	8.847	14.413
LNASSETS				0.298 ***	0.327 ***	0.273 ***
T				14.492	16.101	20.258
Adj R ²	0.057	0.053	0.057	0.149	0.164	0.056
R	0.240	0.230	0.239	0.387	0.406	0.237

表6—表8验证了假设4b—4d, 国有控股企业和法人控股企业处于绝对控股地位的高管薪酬与业绩的相关性强于相对控股的公司; 股权过度分散的公司, 高管薪酬与公司业绩无明显相关性,

其拟合度优的原因是因为属于分散持股的公司数量少, 国家控股企业中分散控股企业样本量为17, 法人控股企业中分散控股企业的样本量为62。

表7 中国上市公司股权特征对高管薪酬与公司绩效相关性影响的回归结果2

Table 7 Regression results 2 of ownership characteristic and correlation between executive compensation and firm performance in listed companies of China

绩效	高管年薪					
	国家控股			法人控股		
	绝对控股	相对控股	分散控股	绝对控股	相对控股	分散控股
CROA	2.918 ***	3.233 ***	7.610 *	3.108 ***	2.740 **	0.748
T	9.113	8.478	2.259	8.846	4.130	0.958
Adj R ²	0.055	0.064	0.204	0.068	0.062	-0.001
R	0.236	0.256	0.504	0.262	0.257	0.122

表8 中国上市公司股权特征对高管薪酬与公司绩效相关性影响的回归结果3

Table 8 Regression results 3 of ownership characteristic and correlation between executive compensation and firm performance in listed companies of China

绩效	高管年薪					
	国家控股			法人控股		
	绝对控股	相对控股	分散控股	绝对控股	相对控股	分散控股
CROA	2.689***	2.562***	1.527	2.704***	2.119**	-0.353
T	8.607	7.241	0.638	7.844	3.524	-0.496
LNASSETS	0.204***	0.424***	0.605***	0.220***	0.504***	0.452***
T	9.042	13.780	5.071	8.112	7.664	4.716
Adj R ²	0.106	0.209	0.805	0.089	0.247	0.257
R	0.328	0.459	0.598	0.301	0.500	0.530

表9 美国上市公司股权结构对高管薪酬与公司绩效相关性影响的回归分析结果

Table 9 Regression results of firm ownership and correlation between executive compensation and firm performance in listed companies of US

高管薪酬	管理层控股		所有者控股		高管薪酬	管理层控股		所有者控股		
	B	R ²	B	R ²		B	R ²	B	R ²	
底薪	规模	30.19***	0.145	-4.71	0.010	长期激励	39.8***	0.091	8.67	0.017
	绩效	17.70	0.168	1.48**	0.052		54.46**	0.178	34.16*	0.096
	外聘	-68.84	0.172	-118.33	0.054		-179.78	0.186	71.90	0.097
奖金	规模	13.53***	0.035	-10.37	0.017	全部薪酬	83.53**	0.154	-6.41	0.005
	绩效	17.84*	0.074	1.59*	0.054		90.00*	0.229	31.08*	0.058
	外聘	354.72***	0.076	-57.65	0.055		106.11	0.230	-174.02	0.038

表9是Gomez-Mejia在1987年对1979—1982年3年的美国大型制造业的上市公司的实证研究结果中薪酬绝对额的部分,结果显示在所有者控股企业中只有绩效对高管薪酬的绝对量有显著正相关性,在管理层控股的公司中,规模是底薪的唯一决定量,是奖金和薪酬总额的主要决定因素,绩效即使对长期收入也没非主要影响因素.所有者控股企业的公司绩效与高管薪酬的相关性的影响的解释是管理者控股企业的7倍($\Delta R^2 = 0.231$ vs $\Delta R^2 = 0.038$).

(注:此时的薪酬没有采用自然对数的转换).

4 结 论

本文有两个主要目的:第1,做关于中国上市公司高管薪酬决定因素的实证研究;第2、关于中美两国上市公司高管薪酬的决定因素的比较分析.对中国上市公司的研究得出以下结论:1) 高管薪酬与公司规模显著正相关.2) 高管薪酬与公

司绩效显著正相关;3) 高管薪酬与股权集中度负相关,国有股股份集中度与法人股股份集中度与高管薪酬都负相关,国有股的负面影响更强烈一些.4) 国有控股企业高管薪酬与业绩的相关性高于法人控股的上市公司;国有股处于绝对控股地位的高管薪酬与业绩的相关性强于集中度低的公司;法人股处于绝对控股地位的高管薪酬与业绩的相关性强于集中度低的公司;股权过度分散的公司,高管薪酬与公司业绩无相关性.

结论4表明:过去过多地关注了国有股和法人股的负面影响,而没有客观估计其在公司治理方面的积极影响,在市场制度不完善的情况下,国有股股东和法人股股东的存在无疑提高了对企业的监督和管理.但是,高度的监管也可能限制管理者做决策,在经理人尽职尽责的情况下,对业绩没有太大影响;但是当经理人不愿承担风险时,在面临有潜在风险的巨大决策时,他们会作出比较保守的决策,不利于公司的长远发展.所以必须在加强对企业监督管理的过程中,寻找更好的激励约

束机制,充分激发管理者的才能。

除此之外,对两国薪酬决定因素比较研究发现:(1)美国上市公司高管薪酬现金部分对组织规模的敏感程度类似,但是美国公司规模对现金薪酬的解释程度更高;(2)美国上市公司高管薪酬现金部分与绩效的相关性弱于中国上市公司;(3)美国上市公司股权结构对薪酬决定因素的解释程度高于中国上市公司。可以看出,美国上市公司薪酬结构的各个组成部分都有不同的决定因素,起到了不同的激励作用,现金部分给高管人员安全感,而长期报酬则激励管理者关心公司的长远发展。建议我国逐步完善与充分利用高管薪酬的各个组成部分,尽快建立长期激励机制。

委托代理理论认为基于绩效的薪酬也是管理

者拥有的决策决断权的函数,把高管薪酬看成一种契约的话,应该有两部分组成,即监管和高管自主权。本文的研究也证明用委托代理理论解释高管薪酬是不完全的,如股权特征对高管薪酬和绩效之间的关系的研究表明,用委托代理理论,认为国有股与法人股相比,国有股委托代理链较长,容易发生代理问题,产生监管不利的可能性更大,薪酬与绩效的相关性应该较低。但是结论与此相反,原因就在于,两种公司所面临的任务环境不同造成了高管人员所拥有的管理决断权大小不同。(本文只是对此提出假设,将在以后的研究中加以证明),引入管理者决断权将有利于理解基于绩效的高管薪酬与股权结构、任务环境之间的关系。

参考文献:

- [1] Baker G P, Jensen M C, Murphy K. Compensation and incentives: Practice vs. theory[J]. *The Journal of Finance*, 1988, 43(3): 593—616.
- [2] Gomez-Mejia L R, Wellbourne T M. Compensation strategy: An overview and future steps[J]. *Human Resource Planning*, 1989, 11(3): 170—195.
- [3] Kostiuk P F. Firm size and executive compensation[J]. *The Journal of Human Resources*, 1989, 25(4): 90—105.
- [4] Kaplan S N. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States[J]. *The Journal of Political Economy*, 1994, 102(3): 510—546.
- [5] 李琦. 上市公司高级经理人薪酬影响因素分析[J]. *经济科学*, 2003, (6): 113—127.
Li Qi. Affection factors of top managers' compensation in listed companies[J]. *Economic Science*, 2003, (6): 113—127. (in Chinese)
- [6] Gomez-Mejia L R, Tosi H L, Hinkin T. Managerial control, performance, and executive compensation[J]. *Academy of Management Journal*, 1987, 30(1): 51—70.
- [7] Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301—325.
- [8] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305—360.
- [9] Holmstrom B. Moral hazard and observability[J]. *Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1): 74—91.
- [10] Murphy K J. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 4(7): 11—42.
- [11] Tosi H, Gomez-Mejia L R. The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1989, 34(2): 169—181.
- [12] Berle A, Means G. *The Modern Corporation and Private Property*[C]. New York: Macmillan, 1932.
- [13] Hambrick D C, Finkelstein S. Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes[J]. *Research in Organizational Behavior*, 1987, (9): 369—401.
- [14] Finkelstein S, Hambrick D C. Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation[J]. *Strategic Management Journal*, 1988, 9(6): 543—558.
- [15] Shillerfer A, Vishing R. Large shareholders and corporate control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3): 486—488.

(下转第 152 页)

Reflection on management research: Theory and methods

TAN Justin^{1,2}

1. Schulich School of Business, York University, Canada;
2. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China

Abstract: This paper continues the academic dialog on the positioning and development of Chinese management field, and addresses the issue of motivation, research issue, and the choice of theory and methods. The primary arguments include, (1) academic research should be driven by pursuit of scientific truth, (2) such pursuit should be characterized by the courage to innovate and to challenge old paradigm, (3) such innovation should be grounded in rigorous training and design, considering the congruence between research issue, theory and methods, and (4) management research in China should learn from the experience and lessons from the mainstream management field, while exploring the unique strengths of Chinese scholars, and encourage multiple theory and schools of thoughts as well as multiple methods, in order to explain and predict management issues in China, and contribute to the development of the general management field.

Key words: management theory; academic paradigm; research motivation; research methods

(上接第 110 页)

- [16] Jensen M C, Murphy K J. CEO incentives- it's not how much you pay[J]. Harvard Business Review, 1990, 5(7): 138—153.
- [17] 刘 斌. CEO 薪酬与企业业绩互动效应的实证检验[J]. 会计研究, 2003, (3): 35—39.
Liu Bin. An empirical study on the mutual effect between CEO's pay and the firm's performance[J]. Accounting Research, 2003, (3): 35—39. (in Chinese)

Comparative study on the determinants of executive compensation between listed companies in China and US

WAN Yuan-yuan, JING Run-tian, LIU Yu-huan

School of Management, University of Electronic Science and Technology of China, Chengdu 610054, China

Abstract: The empirical study was conducted among samples of 4 430 listed companies from 1999 to 2003 in China and 6 907 listed companies from 1999 to 2002 of NYS stock market compiled from CSMAR and COMPUSTAT database. A study attempts to identify determinants of executive compensation in China while comparing how they differ between China and US. Results suggest that firm size, firm performance, and firm ownership characteristic all determine executive compensation in China, However, several differences between the determinants of executive compensation in China and US are identified. We explored the cause of these differences and suggest some guidelines for Chinese listed companies' compensation policy and discuss the future research should be done.

Key words: top management team; executive compensation; firm scale, firm performance; ownership characteristic; comparative study