

经营绩效与高级管理层报酬和所持股份的灵敏度分析

刘英华 陈守东 那铭洋

吉林大学商学院

摘要：在现实的市场中，公司经理存在道德风险和逆向选择问题，代理成本的产生是不可避免的。对于追求财富最大化的股东来说，为了最大程度减少代理成本，就要和经理签订报酬——绩效契约，从而激励经理选择和实施可以增加他们财富的活动。在本文中，我们将运用统计分析方法来研究上市公司经营绩效与高级管理层报酬和所持股份的灵敏程度，并且考察高级管理人员年度报酬与公司规模、所处行业和所持股份的相关关系。

关键词：经营绩效 区间效应 线性回归

改革开放以来，我国在企业高级管理者的报酬——绩效契约上先后进行了一系列的改革，从传统的计划经济体制下的“大锅饭”向市场经济体制下的分配制度转轨。但是，由于政策环境、经济环境、社会文化和企业内部条件等诸多因素的影响，对企业高级管理者的激励约束机制问题始终没有得到解决。因此，我国企业高级管理者的报酬在数量、结构和方式上都存在许多问题，特别是缺乏长期的激励机制，从而在一定程度上使“道德风险”、“59岁现象”等问题在我国国有企业中日益蔓延，即便是大多数按照现代企业制度要求进行改制的上市公司也概莫能外。

1、基本命题

根据代理理论，当公司经理与股东之间存在信息不对称的时候，股东就要与经理签订报酬——绩效契约，来减少经理由于道德风险和逆向选择所导致的代理成本，从而使自己的财富最大化。在报酬——绩效契约下，公司经理的报酬将根据公司的经营绩效来决定。于是有：

命题 1 公司经营绩效与高级管理层的年度报酬存在显著的正相关关系。

根据代理理论，公司经理是风险回避型的，股东是风险中性的。当经理没有公司剩余索取权时，他们就会回避风险较高收益较高的项目而选择风险较小收益较低的项目。当经理拥有公司剩余索取权时，即持有公司股份时，他们就会投资收益较高的项目，以求提高自己的福利水平。于是有

命题 2 公司经营绩效与高级管理层持股比例存在显著的正相关关系。

当经理拥有公司的剩余索取权利越大时，其福利水平与公司经营业绩就越相关。也就是说，高级管理人员拥有的股份比例越高，其与公司经营绩效的相关性就越显著。于是有

命题 3 公司经营绩效与高级管理层的持股比例存在“区间效应”。

高级管理人员的报酬除了受公司经营业绩影响外，还受制于经理掌握的资源大小即公司规模、公司所处行业的景气度、经理所持公司股份比例这些因素的影响。于是有：

命题 4 高级管理人员的年度报酬与公司经营业绩、公司规模、公司所在行业的景气度存在显著的正相关关系，与其所持股份存在显著的负相关关系。

2、检验模型

我们用加权平均的股东权益收益率(ROE)作为公司的经营绩效变量，用高级管理人员的总体年度报酬(AC)作为其报酬变量，用高级管理人员的总体持股数量占公司总股本的比例(MSR)作为持股变量，用公司总股本(SIZE)表示企业规模变量。以下回归分析中上述各统计变量的数据均出自上市公司年报。

对于命题 1，我们构造以下线性模型：

$$ROE = \alpha + \beta AC + \varepsilon \quad (1)$$

对于命题 2 和命题 3，我们构造以下线性模型：

$$ROE = \alpha + \beta MSR + \varepsilon \quad (2)$$

对于命题 4，我们构造以下线性模型：

$$AC = \alpha + \delta_1 ROE + \delta_2 SISE + \delta_3 MSR + \sum \delta_i IND_i + \varepsilon \quad (3)$$

其中 IND 是行业虚拟变量，代表高科技行业(4)、金融业(5)、房地产业(6)、电子业(7)、公用事业(8)、建材业(9)、制药业(10)、家电业(11)、综合类(12)、农业(13)、商业(14)、食品业(15)、交通运输设备制造业(16)、机械制造业(17)、冶金业(18)、纺织业(19)、化工业(20)和造纸业(21)。

对以上模型的线性回归估计采用最小二乘法。

3、研究结果及分析

(1) 年度报酬产生的激励

对于模型(1)，线性回归的结果如下，括号中的为 t 统计量：

$$ROE = 0.4634 + 0.0000003AC + \varepsilon \quad (4)$$

(0.10) (0.21)

$R^2=3.136E-11$ Adj -R = -0.00125 标准误差=82.18

从模型(1)的回归结果来看，尽管变量 AC 的系数为正，但其 t 统计量仅为 0.21，这表明我国上市公司高级管理人员的年度报酬与公司的经营绩效并不存在显著的正相关关系，由此否定命题 1。可见，年度报酬的大小对高级管理人员提高公司经营业绩并没有产生显著的激励作用，表现出较明显的激励不对称。

为什么高级管理人员的年度货币收入与公司的经营绩效不存在显著的正相关关系呢？这是因为：第一，我国上市公司高级管理人员的报酬过低，不能产生有效的激励作用，存在“激励真空”。当我国民族家电业的骄傲——海尔集团 1998 年度创汇达到 5000 万美元净利润达 2.7 亿元的时候，海尔总裁张瑞敏的当年收入为 63293 元，月收入为 5274.42 元，而海尔在美国所雇员工的工资竟是他的几十倍甚至数百倍。第二，由于受旧观念的影响，很多高级管理人员不敢拿属于自己的收入。由于受计划经济体制的影响，不少高级管理人员自己拿低报酬，给其他人员相对较高报酬，以换取上下各方面的平衡及与政策相符合，与职工收入差距拉得不是太大。(见表 1)。

表 1 企业经营者不敢拿合同规定收入的原因 单位：%

	总体	国有	城镇	乡镇	外独	外合	民营	股份	其他
A	34.6	35.7	30.7	31.9	60.0	38.5	14.3	31.0	27.3
B	11.7	11.4	12.8	11.7	20.0	12.3	0.0	12.5	13.6
C	35.6	37.6	34.6	26.6	0.0	26.2	28.6	30.4	36.4
D	10.6	9.6	12.8	18.1	0.0	7.7	14.3	14.4	9.1
E	2.5	1.7	2.2	3.2	20.0	6.2	42.8	4.9	4.5
F	5.0	4.0	6.7	8.5	0.0	9.1	0.0	7.1	9.1

A：与职工收入差距太大；B：怕被别人非议；C：怕影响干群关系；D：怕引起领导班子不和；E：怕危及人身和财产安全；F：其他。

资料来源：中国经营者调查系统，《当前我国企业经营者对激励与约束问题看法的调

查》，《管理世界》1997 年第四期。

怎样理解我国上市公司高级管理人员在年度货币收入这么低的同时，很多公司的经营业绩又是那么好呢？这可能是由于：第一，非货币收益提供了足够的激励。模型(1)仅考虑了高管人员的货币报酬而忽视了他们的“灰色”收入。另外，我国上市公司绝大多数是由原来的国有企业改制而来，高级管理人员大都还有行政级别，非货币收益往往又是官衔、地位或荣誉的函数。第二，很多高级管理人员对年度报酬的多少无所谓。调查结果表明(见表 2)，高达 32.6%的股份公司经营者对其经济地位无所谓，而国有企业经营者也有 32.7%持同样观点。

表 2 企业经营者对其经济地位满意程度的判断

	总体 (%)	国有企业 (%)	股份公司 (%)
无所谓	31.9	32.7	30.9
满意	27.4	22.9	36.7
不满意	40.7	44.4	32.4

资料来源：中国经营者调查系统，《当前我国企业经营者对激励与约问题看法的调查》，《管理世界》1997 年第四期。

(2) 持有股份产生的激励

对于模型(2)，线性回归的结果如下：

$$ROE = 6.36 + 0.71MSR + \varepsilon \quad (5)$$

$$(7.53) (0.36)$$

$$R^2 = 2.5921E-8 \quad \text{Adj-R} = -0.00111 \quad \text{标准误差} = 23.29$$

从模型(2)的回归结果来看，持股变量 MSR 的系数为 0.71，其 t 统计量为 0.36，这说明高级管理人员持股数量与上市公司的经营绩效并不存在显著的线性关系，由此否定命题 2。

为什么我国上市公司高级管理人员持股制度没有达到应有的效果呢？我们认为主要原因是：第一，高级管理人员的持股比例偏低，不能产生有效的激励作用。从表 5 可知，我国上市公司高级管理人员平均持股 19620 股，仅占公司总股本的 0.014%。这同《财富》杂志 1980 年公布的 371 家大公司董事会成员平均 10.6%的持股比例相比(Mock, 1988)，无疑是太低了。如此低的持股比例，根本无法指望把高级管理人员的利益与公司(股东)的利益紧紧地捆在一起。第二，我国上市公司高级管理人员持股制度从一诞生就存在问题。这主要表现在以下两个方面：一方面是定位不明确。高级管理人员持股仅仅是内部职工持股的一个组成部分，或是其从属，并不是一项单独的激励制度安排，没有独立的目的及独立的运行机制和体制保障。由于我国股票一级市场和二级市场存在巨大的差价，持有股份的高级管理人员几乎不用付出太大的努力就可获利，这就使得我国上市公司高级管理人员的持股变成了一种福利制度，导致持有公司剩余索取权产生的激励效应荡然无存。

(3) 持有不同数量股份的激励——“区间效应”检验

对于命题 3，模型(2)的分组回归结果如下：

1) 高级管理人员总体股份比例区间在 [0, 0.01%] 内，样本公司 146 家。

$$ROE = -1.01 + 5.31MSR + \varepsilon \quad (6)$$

$$(-0.34) (0.29)$$

$$R^2 = 3.23E-7 \quad \text{Adj-R} = -0.00637 \quad \text{标准误差} = 35.68$$

2) 高级管理人员总体股份比例区间在[0.01%, 0.05%]内, 样本公司 365 家。

$$ROE = 3.66 + 150.01MSR + \varepsilon \quad (7)$$

(1.28) (1.54)

$R^2=4.23E-5$ Adj-R =0.0037 标准误差=20.66

3) 高级管理人员总体股份比例区间在[0.05%, 0.1%]内, 样本公司 158 家。

$$ROE = 11.56 - 50.44MSR + \varepsilon \quad (8)$$

(1.44) (-0.44)

$R^2=1.44E-6$ Adj-R =0.0052 标准误差=19.97

4) 高级管理人员总体股份比例区间在[0.1%, 100%]内, 样本公司 122 家。

$$ROE = 9.29 - 0.54MSR + \varepsilon \quad (9)$$

(8.32) (-0.51)

$R^2=4.41E-6$ Adj-R =-0.0062 标准误差=11.69

从方程(6)和(7)的回归结果可知, 持股变量 MSR 的系数为正, 分别是 5.31 和 150.01, 但是其 t 统计量都非常小。从方程(8)和(9)的回归结果来看, 持股变量 MSR 的系数为负, 这和代理理论的命题完全相反。这表明, 高级管理人员的持股数量与上市公司的经营绩效不但不存在所谓的“区间效应”, 而且高级管理人员持股比例越高, 与上市公司的经营业绩的相关性越差。由此否定假设 3。

(4) 高级管理人员年度报酬影响因素的检验

模型(3)的横截面回归结果见表 3。从表中可知, 公司业绩变量 ROE 的系数为 448.5, t 统计量也很小, 因此横截面多元回归的结果和前面所得出的结论是一致的, 即我国上市公司高级管理人员的报酬与公司经营业绩并不存在显著的线性关系。公司规模变量 SIZE 系数的 t 统计量在 0.01 的置信水平十分显著, 这我们的假设是一致的, 即公司规模与高级管理人员的报酬存在显著的正相关关系, 也就是说, 公司规模越大, 高级管理人员获得较高报酬的可能性越大。从持股变量 MSR 的估计结果来看, 其系数为-3134, 这说明高级管理人员的持股数量与其所获得的报酬存在负的相关关系, 不过变量 MSR 系数的 t 却很小。

从行业景气度与高级管理人员报酬水平的相关性检验结果来看, 我们发现高科技行业、房地产业、食品业、制药业、公用事业、家电业、商业、机械制造业和综合类上市公司高级管理人员报酬与公司所在行业有关, 其中表现特别显著的是高科技行业、房地产业和食品业。因此我们可以说, 行业因素影响上市公司高级管理人员的报酬水平。命题 4 得到部分支持。

表3 模型(3)的横截面回归结果

变量	系数	标准差	t 统计量
截距	54545	114521	0.48
经营业绩(ROE) (1)	448.5	366.5	1.22
公司规模(SIZE)(2)	0.000056	0.000014	4.10***
持股比例(MSR)(3)	-3134	7228	-0.43
高科技行业(4)	295182	121325	2.43***
金融业(5)	154243	161825	0.95
房地产业(6)	261496	123862	2.11**
电子业(7)	191243	127200	1.50

公用事业 (8)	200676	118178	1.70 ⁺
建材业 (9)	158128	123556	1.28
制药业 (10)	223382	122284	1.83 ⁺
家电业 (11)	225898	123685	1.83 ⁺
综合类 (12)	207661	116141	1.79 ⁺
农业 (13)	163785	128739	1.27
商业 (14)	212888	116994	1.82 ⁺
食品业 (15)	243050	123929	1.96 ^{**}
交通运输设备制造业 (16)	71484	121872	0.56
机械制造业 (17)	203175	117852	1.72 ⁺
冶金业 (18)	120149	119321	1.01
纺织业 (19)	149481	118404	1.26
化工业 (20)	134064	117509	1.14
造纸业 (21)	77867	125860	0.62

注：* 表示 0.1 水平上显著 **表示 0.05 水平上显著 ***表示 0.01 水平上显著

从上文的分析可以看出,我国上市公司高级管理人员的年度货币收入低,报酬结构不合理,形式单一,“零报酬”、“零持股”现象严重,高级管理人员的报酬水平和持股数量与公司的经营绩效不存在显著的正相关关系。因此,如何设计有效的报酬——绩效契约,成为当今迫切需要解决的问题。

参考文献：

1. 刘洪,“现代企业制度中产权代理者激励方案设计”,《工业技术经济》1997.2:66-68。
2. 刘国亮,王加胜,“上市公司股权结构、激励制度及绩效关系研究”,《经济理论与经济管理》,2000.5。
3. 黄桂田,“现代企业激励约束机制理论述评”,《经济学动态》,1997.5。
4. Bevhold. M. “A Theory of Linean Profit—Sharing Incentives”, *Quantenly Journal of Economics*, 1985, 460—482.
5. Defuso Richard A, Thomas Zorn, Robert R Johnson. The association between executive stock option changes and managerial decision making [J]. *Financial Management*, 1991, 20: 36-41.