

文章编号:1005-0523(2011)02-0107-06

# 我国中小板上市公司高管薪酬影响因素的实证研究

朱晓妹<sup>1</sup>, 卢敏<sup>2</sup>, 连曦<sup>1</sup>, 丁通达<sup>1</sup>

(1. 华东交通大学经济管理学院, 江西南昌 330013; 2. 昆吾九鼎投资管理有限公司, 北京 100033)

**摘要:**中小板上市公司自2004年6月份在深交所推出以来,一直都是市场关注的焦点。选取2008年中小板上市公司相关数据作为样本,从高管个人特征、组织特征和环境特征三方面考察了中小板上市公司高管薪酬的影响因素。研究表明,高管年龄和学历、公司业绩和规模以及地区因素对中小板上市公司高管薪酬产生了显著的影响,而高管任期以及公司治理结构对高管薪酬的影响并不显著。

**关键词:**中小板上市公司;高管薪酬;影响因素;实证研究

**中图分类号:**F244.2

**文献标识码:**A

近年来,上市公司的高管薪酬问题一直是社会关注的焦点,特别是在金融危机背景下,上市公司高管的高薪酬备受质疑。学术界在高管薪酬的影响因素、高管薪酬与公司业绩关系等方面开展了大量的实证研究,取得了丰硕的研究成果。随着2004年中小板在深交所推出,中小板上市公司的高管薪酬问题也逐渐步入公众的视野。和主板市场相比,在中小板上市的企业是主业突出、具有成长性和高科技含量的中小企业。因此,中小板上市公司的高管薪酬具有其独特性,然而,目前有关中小板上市公司高管薪酬的研究并不多。因此,通过实证研究,分析中小板上市公司高管薪酬的现状,揭示影响高管薪酬的关键因素,不仅有助于我们了解和掌握中小板上市公司高管的激励状况和管理水平,也可以为中小板上市公司构建有效的高管人员激励机制提供有益的借鉴和参考。

## 1 研究设计

### 1.1 研究假设

从高管薪酬的相关理论来看,委托代理理论、人力资本理论、激励理论以及锦标赛理论分别从不同角度对高管薪酬的影响因素进行了阐述。委托代理理论指出,由于委托代理问题的存在,高管和股东的目标可能产生不一致的现象,股东为降低管理者自利行为所产生的代理成本,通常会将公司业绩和高管薪酬水平挂钩。由于高管的人力资本是一种异质型人力资本,具有稀缺性和人身依附性,而且其成果具有无形性、效益滞后性和间接性,因此,高管人员的个人特征作为其人力资本的基础必然会对其薪酬产生一定的影响。从激励理论来看,公司会通过报酬激励、声誉激励、控制权激励、竞争激励、公平激励等手段来激励高管,说明高管薪酬的影响因素具有多元性和复杂性。锦标赛理论则从博弈论的角度研究了委托代理关系,说明采用大薪酬差距对降低监督成本,加强高管激励的积极作用。

结合高管薪酬的相关理论,综观国内外相关的研究文献,高管薪酬的影响因素是比较复杂的,既有宏观因素,也有微观因素;既有公司内部因素,也有公司外部因素。这些因素可以归纳为个人因素、组织因素和环境因素三大类。其中个人因素包括年龄、学历和任期等;组织因素包括公司业绩、公司规模和公司治理结构等;环境因素包括地区等。因此,本文具体研究假设如下。

**假设1** 高管年龄与高管薪酬水平存在正相关关系。

收稿日期:2010-11-22

基金项目:教育部人文社会科学研究基金项目(09YJC630068)

作者简介:朱晓妹(1971—),女,教授,博士,研究方向为组织行为与人力资源管理。

高管年龄对高管薪酬的影响得到了大多数研究的认同。有研究表明无论是低级管理人员还是高级管理人员的收入都与管理人员的年龄正相关。因为高管的年龄较大,表明经验越为丰富,更有能力控制和运作更大规模的企业。

**假设2** 高管学历与高管薪酬水平存在正相关关系。

对于高管学历与高管薪酬之间的关系,学者们的观点并不一致。有的研究发现高管的教育水平对报酬无显著的影响;也有研究发现高管薪酬与高管学历具有正向关系。由于中小板上市公司中高新技术企业所占比例最大,而高新技术企业大多都是人力资本密集型企业,因此,高管的教育水平会对高管薪酬产生显著的影响。

**假设3** 高管任期与高管薪酬水平存在正相关关系。

Attaway<sup>[1]</sup>发现经理的任期对报酬有显著的影响;李亚静等<sup>[2]</sup>发现高管任期越长,高管的报酬越高。由于高管在任时间越长,企业所有者对其管理能力越了解,越倾向于支付高薪酬。

**假设4** 公司业绩与高管薪酬水平存在正相关关系。

Wilson等<sup>[3]</sup>发现,高管的薪酬与公司业绩存在显著正相关;李亚静等<sup>[2][36]</sup>研究发现,在1%的显著性水平下,经营绩效与高管总报酬、持股预期价值和高管年薪都呈显著正相关。骆正清等<sup>[4]</sup>研究发现,高管人员的薪酬与公司绩效呈正相关。也有部分研究发现,高管薪酬与公司业绩并没有显著的相关性。由于中小板上市公司规模较小,上市时间较短,大多数处于高速发展期,建立业绩薪酬激励机制比主板上市公司具有优势。

**假设5** 公司规模与高管薪酬水平存在正相关关系。

Tosi等<sup>[5]</sup>所作的元分析发现,在高管总薪酬中,公司规模可以解释40%以上的变异;国内研究也都一致支持了公司规模与高管薪酬有显著正相关的结论<sup>[4,6-9]</sup>。由于大公司比小公司有更多的组织层级,高管往往需要更高的知识和能力以应付更复杂的环境,而且,公司的规模越大,公司的股权越分散,股东对高管的监督成本越高,所以,公司规模越大,高管的薪酬水平会越高。

**假设6** 股权集中度与高管薪酬水平存在负相关关系。

股权集中度是描述公司股权特征的一个常用指标。Shleifer和Vishny<sup>[10]</sup>认为股权集中度可能对高管薪酬水平产生影响。周菁<sup>[11]</sup>认为股权集中度与高管薪酬水平存在负相关关系。公司股权结构越分散,代理人越容易获得对公司决策的主控权,也由此会在薪酬契约的谈判中处于优势地位,所以高管人员往往可以获得更优厚的报酬。所以公司股权集中度越高,高管人员薪酬水平越低;股权集中度越低,薪酬水平越高。

**假设7** 独立董事比例与高管薪酬水平存在负相关关系。

董事会的构成主要是指独立董事在董事会中所占的比例。Core和Holthausen<sup>[12]</sup>研究发现,非独立董事比例与经理报酬之间呈正相关。由于非独立董事往往比独立董事更容易受到高管支配,而且有讨好高管的倾向,因此随着非独立董事比例的提高,高管对薪酬决定有更大的影响力。国内也有不少研究发现,独立董事比例与高管薪酬水平并没有显著的相关性<sup>[9,13]</sup>。

**假设8** 公司所在的地区会对高管薪酬水平产生显著影响。

Gaver和Gave<sup>[14]</sup>研究发现,公司所在地区的不同对公司高管的薪酬水平会有很大的影响;国内有研究也发现,公司所处地区对高管薪酬的影响很大<sup>[4,15]</sup>。经济发达地区的薪酬水平通常比经济落后地区要高。

## 1.2 样本选取

本研究的高管薪酬数据、公司治理数据和财务数据主要来自北大色诺芬数据库和联合证券信息系统,并抽样与上市公司公布的年报进行核对和更正。本文选取截止2008年12月31日的274家中小板上市公司作为研究的初始样本,然后依次按照如下标准加以剔除:

- 1) 高管薪酬及其他相关数据缺失的上市公司。
- 2) 当年发生亏损的上市公司。现有研究发现,亏损公司的会计盈余市场定价显著异于盈利公司,亏

损公司的会计盈余缺乏考核高管努力的相关性,剔出这部分公司还可以较好避免极端值的出现。

3) 被ST处理的公司。因为在ST公司中,更容易发生盈余管理等非正常行为<sup>[16]</sup>,将直接或间接影响本文相关变量的真实性。而且在ST期间,限于外部压力,公司一般不倾向于向管理者发放高额薪酬。

### 1.3 模型构建

本文构建了一个多元回归模型来分析中小板上市公司高管薪酬的影响因素,以检验研究假设。具体模型如下

$$\text{LnCOMP} = a_0 + a_1 \text{Age} + a_2 \text{Tenure} + a_3 \text{Degree} + a_4 \text{ROE} + a_5 \text{LnAsset} + a_6 \text{CR}_5 + a_7 \text{Ratio} + a_8 \text{Area1} + a_9 \text{Area2} + a_{10} \text{Area3} + \varepsilon$$

其中: $a_0$ 为常数项; $a_i(i=1-10)$ 为回归系数, $\varepsilon$ 为回归残差。

### 1.4 变量描述

模型中所涉及的变量描述如下:

① 高管薪酬(LnCOMP)以年报中披露的总经理年度报酬总额的自然对数为代表值;② 高管年龄(Age)是指年报中披露的总经理年龄;③ 高管任期(Tenure)是年报中披露的总经理任期,包括目前在任年份;④ 高管学历(Degree)是指年报中披露的总经理学历,包括大专及以下、大学本科和研究生及以上3种情况;⑤ 公司业绩(ROE)指标采用了公司当年的净资产收益率;⑥ 公司规模(Asset)采用年末公司总资产来衡量,由于上市公司的规模普遍较大,总资产在数量上和其他指标相差很大,为了便于进行回归分析,本文采用的是总资产的自然对数;⑦ 股权集中度采用前五大股东持股比例(CR\_5指数)来衡量;⑧ 独立董事比例(Ratio)是指独立董事人数占董事会总人数的比例。⑨ 地区(Area)的划分参考了王小鲁、樊纲<sup>[17]</sup>的划分标准,中东部地区(Area1)包括京、津、冀、辽、沪、江、浙、闽、鲁、粤、琼11省市;中部地区(Area2)包括晋、吉、黑、皖、赣、豫、鄂、湘8省;西部地区(Area3)包括蒙、桂、渝、川、黔、云、藏、陕、甘、青、宁、疆12省市区。地区变量为虚拟变量。

## 2 数据分析结果

### 2.1 描述性统计结果

表1 变量的描述性统计结果

Tab.1 Descriptive results of variables

变量	最小值	最大值	平均值	标准差
高管薪酬(COMP)/万元	24	429.14	111.320	72.734
高管薪酬对数(LnCOMP)	12.39	15.27	13.725	0.641
高管年龄(Age)	39.00	54.00	45.350	2.898
高管任期(Tenure)/年	1	10	4.180	1.888
高管学历(Degree)	1	3	2.120	0.812
净资产收益率(ROE)	0	0.31	0.116	0.055
总资产对数(LnAsset)	19.75	23.36	21.012	0.723
前5大股东持股比例(CR_5)	0.38	3.30	0.749	0.375
独立董事比例(Ratio)	0.27	0.57	0.375	0.063
中东部地区(Area1)	0	1	0.640	0.482
中部地区(Area2)	0	1	0.180	0.389
西部地区(Area3)	0	1	0.180	0.382

从表1来看,在中小板上市公司中,总经理薪酬最低为24万元,最高为429.14万元,人均年薪111.32万元,年薪最高者与最低者相差近20倍,说明总经理年薪差距较大。高管年龄最小为39岁,最大为54岁,其中40岁及以下占5%,40~50岁占80%,而50岁以上占15%。高管的任期则相对较短,其中3年及以下占42%,3~5年占31%,5年以上占27%。高管中研究生及以上学历占41%,本科学历占34%,大专及以下学历占25%。从年龄、学历分布来看,中小板上市公司总经理具有年轻化、高学历的特点。CR\_5指数的均值为0.75,标准方差为0.375,说明前5名大股东的持股集中度非常之高,控制了公司的绝大部分股权。净资产收益率大部分集中在5%至15%之间,均值为12%。上市公司主要集中在中东部地区的发达省份,其中浙江省占23%,江苏省占17.2%,广东省占11.5%,山东省和深圳市各占10.3%,而其他省份占比相对较小。

## 2.2 相关分析结果

从表2的各变量相关系数矩阵可以发现,除了高管任期和独立董事比例以外,高管薪酬与大多数自变量具有显著相关关系,基本符合前文中的假设;而且自变量之间并没有很强的相关关系,这样变量之间的多重共线性问题并不会对回归结果带来很大的影响。

表2 变量之间的相关系数矩阵

Tab.2 Correlation matrix of variables

变量	总经理薪酬对数	年龄	任期/年	学历	净资产收益率	总资产对数	前5大股东持股比例	独立董事比例	中东部地区	中部地区	西部地区
总经理薪酬对数	1										
年龄	0.21**	1									
任期	-0.02	-0.01	1								
学历	0.19**	-0.15*	0.01	1							
净资产收益率	0.32***	-0.10	-0.01	0.01	1						
总资产对数	0.21**	0.23**	0.05	-0.25***	-0.03	1					
前五大股东持股比例	0.18**	-0.07	0.20**	0.07	0.17*	0.11	1				
独立董事比例	-0.01	0.06	-0.04	-0.05	-0.01	0.02	0.04	1			
中东部地区	0.16*	-0.24***	0.11	-0.20**	0.03	-0.09	0.19**	0.06	1		
中部地区	-0.13*	0.05	-0.05	0.07	0.09	0.12*	-0.16**	0.02	-0.64***	1	
西部地区	-0.07*	0.25***	-0.09	0.18**	-0.14*	-0.02	-0.08	-0.10	-0.67***	-0.22**	1

注:“\*\*\*”代表在1%的水平上显著,“\*\*”代表在5%的水平上显著,“\*”代表在10%的水平上显著。(双尾检验)

## 2.3 回归分析

利用SPSS16.0软件对筛选后的120家样本公司的2008年度数据进行了logistic回归分析,结果如表3所示。

表3 回归分析结果  
Table3 Results of Regression Analysis

变量	标准化
常数项	5.094***
总经理年龄( <i>Age</i> )	0.068***
总经理任期( <i>Tenure</i> )	-0.025
总经理学历( <i>Degree</i> )	0.275***
净资产收益率( <i>ROE</i> )	3.878***
总资产对数( <i>LnAsset</i> )	0.232***
前五大股东持股比例( <i>CR_5</i> )	0.073
独立董事比例( <i>Ratio</i> )	-0.402
中东部地区( <i>Area1</i> )	—
中部地区( <i>Area2</i> )	-0.447***
西部地区( <i>Area3</i> )	-0.377**
$R^2$	0.348
校正后的 $R^2$	0.294
$F$ 值	6.518***

注:“\*\*\*”代表在1%的水平上显著,“\*\*”代表在5%的水平上显著,“\*”代表在10%的水平上显著。(双尾检验)

从回归方程拟合优度的检验结果来看, $R^2$ 值达到0.348,对于社会经济问题来说,拟合度还算可以,估计出来的回归系数具有统计学意义。对回归模型进行自相关诊断,Durbin-Watson统计量为2.137,取值在2附近,说明残差与自变量互为独立,此模型可以被使用。标准化残差分布曲线的均值接近于0,标准差为0.921,接近标准正态曲线,基本满足随机误差项正态分布的假设理论,说明模型拟合效果比较好。

从表3的回归分析结果来看,①高管薪酬与高管年龄之间呈显著正相关,回归系数为0.069,支持了假设1,说明在中小板上市公司中,随着高管年龄的增加,高管薪酬有提高的趋势,但是,高管年龄对高管薪酬变异的解释量并不大。②高管薪酬与高管学历之间呈显著正相关,回归系数为0.275,支持了假设3,说明在中小板上市公司中,随着高管学历的提高,高管薪酬会明显上升。③高管薪酬与公司业绩之间呈显著正相关,回归系数为3.878,支持了假设4,说明中小板上市公司有较好的业绩薪酬激励机制,较好地发挥了激励与约束作用。④高管薪酬与公司规模之间呈显著正相关,回归系数为0.232,支持了假设5,说明在中小板上市公司中,高管薪酬同样受到公司规模的影响。⑤高管薪酬与中部地区、西部地区呈显著负相关,回归系数分别为-0.447和-0.377,支持了研究假设8,说明如果高管所在公司处于中部或西部地区,其薪酬会明显低于中东部地区,由此可见,地区因素对高管薪酬的影响非常明显。

另外,从回归分析结果来看,假设2没有得到验证,究其原因,可能是中小板上市公司2004年才开始出现,而公司上市时很多都进行了高管的调整,大多数高管任期都比较短,任期对薪酬的影响效果很难体现出来。此外,研究结果并未支持假设6和假设7,说明在中小板上市公司中,公司治理结构对高管薪酬的影响并不显著,这可能意味着中小板上市公司还未能从公司治理角度对高管激励形成有效的约束。

### 3 讨论

通过研究发现,中小板上市公司高管薪酬的影响因素包括高管年龄、高管学历、公司业绩、公司规模和地区因素。这也就意味着高管个人因素、组织因素和环境因素共同影响了高管的薪酬水平。

在个人因素中,高管学历对高管薪酬的影响更为明显,这可能是因为在中小板上市公司中高科技类公司

所占比重较大,这类公司多属于知识密集性产业,对高管专业水平提出了更高的要求。相比之下,高管年龄和对高管薪酬的影响则较小,而高管任期对高管薪酬基本上没有影响。

在所有影响因素中,组织因素对高管薪酬的影响最大,特别是其中的公司业绩对高管薪酬的影响最为显著,这与目前国内主板市场研究的结论基本一致<sup>[13]</sup>。这说明无论是中小板上市公司和主板上市公司一样,都采用了较好的与业绩挂钩的薪酬激励制度。另外,和主板上市公司研究的结论一致,中小板上市公司的资产规模对高管薪酬具有显著影响;但是,前5大股东持股比例和独立董事比例对高管薪酬没有显著的影响,说明公司治理结构在高管薪酬制定上还未能发挥有效的监督和约束作用。

从环境因素来看,地区因素对高管薪酬的影响也是比较显著的。这一方面说明了高管薪酬存在着明显的地区差异,另一方面,也反映出目前经理人还不能在区域之间有效地流动,以达到市场化条件下的最优报酬。

总之,本文以中小板上市公司为研究样本,实证分析了高管薪酬的影响因素,这为中小板上市公司高管的激励研究提供了有益的借鉴和参考。首先,应强化公司业绩与高管薪酬之间的关联效应,加强对高管人员经营业绩的考核,并尝试通过股权激励来取得高管与股东利益的一致性,有效激励高管人员。其次,进一步完善公司治理结构,加强独立董事和董事会对高管人员的监督和约束作用,抑制高管薪酬的过快刚性上涨。最后,应尽快建立职业经理人市场,打破地区之间人才流动的壁垒,降低地区之间高管薪酬的差异,实现高级管理人才资源的市场化最优配置。此外,由于中小板上市公司上市时间短、样本量较小,部分结论也难免有失偏颇,这也将未来研究中加以完善。

#### 参考文献:

- [1] ATTAWAY M C. A study of the relationship between company performance and CEO compensation[J]. American Business Review, 2000, 18(1): 77-86.
- [2] 李亚静,朱宏泉,黄登仕,等. 董事会控制、经理报酬与公司经营绩效[J]. 系统工程理论与实践, 2005, 25(2): 30-39.
- [3] WILSON D, MUESER R, RAELIN J. New look at performance appraisal for scientists and engineers[J]. Research-Technology Management, 1994, (7-8): 51-55.
- [4] 骆正清,刘芳君. 房地产上市公司高管薪酬影响因素的实证分析[J]. 经济论坛, 2010, (6): 128-131.
- [5] TOSI H L, WERNER S, et al. How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies[J]. Journal of Management, 2000, 26(2): 301 - 339.
- [6] 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): 24-30.
- [7] 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): 32-39.
- [8] 蹇明,崔红卫,武振业. 我国上市公司高管人员报酬影响因素分析及实证研究[J]. 软科学, 2006, 20(5): 46-50.
- [9] 王景军. 上海市上市公司高管薪酬影响因素的实证分析[J]. 中国管理信息化, 2009, 12(12): 46-47.
- [10] SHLEIFER A, ROBERT W V. Stock market driven acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3): 295-311.
- [11] 周菁. 上市公司高管报酬的影响因素分析——基于房地产行业的实证研究[J]. 财会通讯, 2010(6): 54-56.
- [12] CORE J, HOLTHAUSEN R, LARCKER D. Corporate Governance, CEO compensation, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999(51): 371-406.
- [13] 柯可,邱凯. 上市公司高管薪酬影响因素分析——基于沪深股市的实证研究[J]. 财会通讯, 2009, (3): 32-34.
- [14] GAVER J, GAVE K. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies[J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, 16(1): 125-160.
- [15] 岳香,洪敏. 国有上市公司经营者报酬的影响因素分析[J]. 安徽工业大学学报, 2007, 24(3): 42-44.
- [16] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999(9): 25-35.
- [17] 王小鲁,樊纲. 中国地区差距的变动趋势和影响因素[J]. 经济研究, 2004(1): 33-44.

(下转第 118 页)

[7] 荣朝和. 西方经济学[M]. 2版. 北京:经济科学出版社,2008.

[8] 许洪,胡运权,李军. 航空公司定价动态模型与座位配置研究[J]. 系统工程理论与实践,2004(12):44-48.

## Application of Passengers' Travelling Time Value in Ticket Price of Airlines

Fu Yinping, Li Lixin

(Institute of Transportation and Economics, East China Jiaotong University, Nanchang 330013, China)

**Abstract:** Travelling time value is an important factor in various factors of the travel choice behavior of passengers. The integrity of travel time value was put forward. With the different evaluation of travel time value, this article analyzes multistage ticket price of airline companies by means of theory of economics. It concludes that multistage ticket price can realize win-win for the airlines and consumers. Price discrimination failure is analyzed. On this basis, integrity of passengers' travelling time explains why cheap airline and full cabin can not increase profits, but will face loss phenomenon.

**Key words:** travelling time value; integrity; multistage ticket price; social welfare

---

(上接第 112 页)

## An Empirical Study on the Factors of the Top Manager's Compensation in China Medium and Small Listed Company

Zhu Xiaomei<sup>1</sup>, Lu Min<sup>2</sup>, Lian Xi<sup>1</sup>, Ding Tongda<sup>1</sup>

(1.School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang 330013, China; 2.Kunwu Jiuding Investment Management Co. Ltd., Beijing 100033, China)

**Abstract:** The China medium and small listed companies have attracted more and more attention when they appeared in Shenzhen Stock Exchange. The paper chooses the related data of the China Medium and Small Listed Companies in 2008 to analyze the factors which influence the top manager's compensation from aspects of individual, organizational and environmental. The result shows that age and education of the manager, as well as firm performance, firm size and area will have significantly effect on the top manager's compensation, while the tenure of the top manager and the governance structure of the firm will have no significant effect on the top manager's compensation.

**Key words:** the China medium and small listed company; the top manager's compensation; factors; empirical study