

中国上市企业高管激励与企业绩效

——基于物流行业的实证研究

华 幸

(广东青年职业学院 财经系, 广州 510507)

摘要:以我国沪深两市83家物流业上市公司为样本,对我国物流业的高管激励与企业绩效关系进行了实证分析。选取高管激励里面最主要的两种方式薪酬激励及股权激励,选取净资产收益率及每股收益作为上市公司企业绩效的衡量指标,对高管激励对企业绩效的作用进行了假设检验。实证结果表明,我国物流企业高管年度报酬与企业绩效显著正相关,然而高管股权与企业绩效并没有表现出相关性。研究结果为我国物流业的高管激励提供了一定的决策参考,同时也为物流业发展的相关研究进行了有益补充。

关键词:物流企业;高管薪酬;高管持股;企业绩效

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2016)07-0063-05

物流业是国民经济的动脉系统,连接经济的各个部门并使之成为一个有机的整体。在国际上,物流业被认为是国民经济发展的动脉和基础产业,其发展程度成为衡量一国现代化程度和综合国力的重要标志之一,被喻为促进经济增长的“加速器”和“第三利润源泉”。随着中国经济的高速发展,我国的现代物流业也得到迅猛发展。国家统计局数据显示,我国国内货运总量从2005年的186.2亿吨增加到了438.1亿吨。而近年发展异常引人关注的快递业,快递量从2007年的9.2亿件增加到2013年的12亿件;快递的业务收入曾相应从342.6亿元增长到2013年的1441.7亿元。物流业的迅猛发展也催生了众多物流企业的不断创建和发展。国内物流企业的数量从2010年的195829个上升到2013年的262048个,增加了33.8%。一方面,物流企业数量的不断增加促进了整个物流行业的进一步发展,另一方面增加了物流行业内的竞争。物流企业之间在各种资源方面展开了激烈的竞争,其中对人才尤其是高级管理人才的竞争也相当激烈。从而导致物流行业中各企业的经理层人员甚至高管层的变动都相当频繁。此外,也有大量物流企业的高管离职后自己创业。根据委托代理理论及公司治理理论,通过对代理人的激励机制使之与委托人“利益一致”,才能够充分调动其积极

性,站在委托人的角度进行管理决策,为企业谋取最大利益。高管人员作为企业的代理人,怎样对其进行激励,让他们在企业中发挥最大价值显得尤为重要。在此背景下,本文试图对高管激励与企业绩效的关系进行探讨,并利用物流上市公司的数据进行实证分析。

1 理论基础与相关研究

传统的公司治理理论认为,科学合理的高管激励对于公司的发展具有重要影响。稳定并具有积极性的高管团队对公司发展应具有关键作用。已有大量的研究探讨了高管激励对企业绩效的影响,并进行了大量的实证检验,但是研究结果也并未显示出一致性。例如,Canarella和Gasparyan以1996—2002年美国“新经济”企业面板数据为样本,发现高管报酬与公司业绩呈强相关性^[1]。Guy以99家英国公司1972—1989年数据为研究样本,研究发现,CEO薪酬与公司股东回报率存在显著的正相关^[2]。相反,Conyon和Salder在研究高管薪酬的时候,以英国100个上市公司500多个高管人员的数据作为样本,研究结果显示组织层次在高管薪酬决定上起到的作用不大,高管人员的薪酬况与公司绩效的相关性很小^[3]。Duffhues和Kabir以荷兰1998—2001年上市公司数据为研究样本,研究发现高管薪酬与公司绩

收稿日期:2016-03-26

基金项目:国家社会科学基金项目(13BGL053);广东省自然科学基金项目(2014A030313442);广东省哲学社科规划项目(GD14CGL06)。

作者简介:华幸(1982—),女,湖北黄石人,广东青年职业学院财经系,管理学讲师,哲学硕士,研究方向:企业管理。

效呈负相关关系^[4]。国内学者许承明和濮卫东以在沪深两市挂牌交易的上市公司为样本,采用托宾 Q 值和总资产回报率作为衡量公司绩效的指标,通过回归分析得出,公司高管薪酬、高管持股比例与公司绩效呈显著正相关关系^[5]。徐向艺等以沪深 A 股 1 107 家上市公司为样本,从高管薪酬形式、公司规模、股权结构等方面研究了高管货币性薪酬与公司绩效的关系,得出结论:高管货币性报酬与公司绩效显著正相关^[6]。宋莹通过对 2005 年上市公司年报数据进行实证研究,发现高管薪酬与企业业绩不存在正相关关系,国有股比例是影响高管薪酬与企业绩效关系的重要因素,国有股比例越大,股东与高管的利益越不能达成一致,激励效果越不显著^[7]。

另外,也有一部分学者针对特定行业的企业高管激励与绩效关系进行了研究。例如有制造业的上市公司高管薪酬与公司绩效相关性研究^[8],有电子信息行业上市公司高管薪酬与企业绩效关系研究^[9],有高新技术上市公司高管薪酬与企业绩效研究^[10],有金融业企业高管薪酬与公司绩效的实证研究^[11],有煤炭行业上市公司高管薪酬与企业绩效相关性研究^[12],有房地产上市公司高管薪酬与企业绩效研究^[13],也有东北老工业基地国有上市公司高管薪酬与企业绩效关系的实证研究^[14]。然而,现有研究缺乏对我国物流行业企业高管激励的研究。基于此,本研究试图以我国物流上市公司为样本,分析我国物流企业的高管激励与企业绩效之间的关系,从而为我国物流企业发展过程中的战略决策提供理论借鉴。

2 研究设计

2.1 研究变量

2.1.1 因变量—企业绩效

本文主要使用会计利润指标净资产收益率 ROE 及每股收益 EPS 作为被解释变量反映企业绩效。其中:净资产收益率 $ROE = \text{净利润} / \text{净资产}$ 。作为整个杜邦体系的核心,该指标的综合性很强,一方面,它用来衡量股东的收益水平,反映股东投入资本的盈利能力,该指标越高,说明股东的投资带来的收益越高;同时该指标也与企业的盈利能力密切相关,能够综合反映企业的盈利能力和发展状况。每股收益 $EPS = \text{期末净利润} / \text{期末总股本}$ 。该指标反映了普通股的获利水平,是常用的衡量上市公司盈利能力的财务指标。

2.1.2 自变量—高管激励

高级管理人员,按我国《公司法》中的界定,包括

上市公司年报中披露薪酬信息的公司总经理、副总经理、财务负责人、上市公司董事会秘书等。本文主要使用高管持股数量比例(MSR)、高管持股人数比例(PMSR)及高管年度薪酬(COMP)三项指标来反映高管激励情况。其中:高管持股数量比例(MSR),是指年末企业的高级管理人员持有本公司的股份总和占公司股本总数的比例,两职兼任的管理者持股不重复计算。高管持股人数比例(PMSR),是指年末持有本公司股份的高级管理人员占全部高级管理人员的人数比例。高管年度薪酬(COMP),是指上市公司披露的现任董事、监事和高级管理人员的年度报酬总额,包括基本工资、各项奖金、福利、补贴、住房津贴及其它津贴等。

2.1.3 控制变量

企业规模(SIZE):本研究采用总资产衡量企业规模。一般而言,企业规模越大,代理人的行为越难以监督,但同时代理人也越难以操控公司行为。企业性质(NATURE):本研究选取的数据样本中,国有的上市公司 62 家,民营的上市公司 21 家。企业性质不同,其采用的高管激励机制也不尽相同。

2.2 研究模型

基本模型: $\text{Dependent Variable} = f(\text{Independent Variables, Control Variables})$ 。其中企业绩效变量是被解释变量,用 ROE、EPS 表示,高管激励变量为解释变量,用 MSR、PMSR、COMP 表示,选取公司规模 SIZE(用总资产表示)作为控制变量,引入虚拟变量 NATURE 代表公司性质, $NATURE = 1$ 表明样本企业是国有企业, $NATURE = 0$ 表明是民营企业。

对于假设 1,建立模型(1):

$$ROE = a + b * MSR + c * SIZE + d * NATURE$$

$$EPS = a + b * MSR + c * SIZE + d * NATURE$$

对于假设 2,建立模型(2):

$$ROE = a + b * PMSR + c * SIZE + d * NATURE$$

$$EPS = a + b * PMSR + c * SIZE + d * NATURE$$

对于假设 3,建立模型(3):

$$ROE = a + b * COMP + c * SIZE + d * NATURE$$

$$EPS = a + b * COMP + c * SIZE + d * NATURE$$

2.3 研究样本

本文研究对象为我国上市公司中与物流相关的企业,包括公共交通、运输服务、仓储物流及交通设施企业。搜集整理 2011 年—2013 年我国沪深上市公司的数据。剔除掉 ST * 上市公司 3 家,这些公司一般连续亏损两年以上、财务状况或其它状况出现异常或者是亏损两年以上无好转,面临退市风险预警,因此为了结论的可靠性和一致性必须将这些公司予以剔除;资料不全(只有 2012 年年报)的 2 家。截至到 2013 年 12 月 31 日,公共交通行业上市公司 6 家,运输服务行业上市公司 24 家,仓储物流行业上市公司 13 家,交通设施行业上市公司 40 家,最后得到我们所需的研究样本公司共 83 家。

3 统计分析

3.1 描述性统计

首先计算出 83 家样本物流相关企业上市公司 2011—2013 年这三年数据的平均值,然后对各项指标进行描述性分析,结果表 1。此外,对样本中不同企业性质的物流相关企业各项指标年度均值描述性统计。在选取的 83 家样本物流企业中,按照物流上市公司第一大股东是国有还是民营的标准来判断企业的性质,其中国有企业 62 家,民营企业 21 家。首先分别算出 62 家国有企业及 21 家民营企业 2011—2013 年这三年数据的平均值,然后对不同企业性质的各项指标进行描述性分析,结果如表 2 和表 3。

表 1 物流相关企业各指标年度均值总体性描述统计

	ROE(%)	EPS(元)	MSR(%)	PMSR(%)	COMP(万元)	SIZE(亿元)
平均值	7.786 11	0.311 95	1.601 30	14.331 78	510.337 04	175.525 951
中位数	8.937 00	0.266 00	0.001 00	8.333 00	410.490 00	55.472 500
标准差	10.521 854	0.251 205	6.055 196	18.021 418	295.421 422	365.019 314 4
最小值	-69.713	-0.196	0.000	0.000	125.750	1.880 3
最大值	26.247	1.277	30.924	66.667	1 732.967	2 455.864 7

表 2 国有物流上市公司各指标年度均值总体性描述统计

	ROE(%)	EPS(元)	MSR(%)	PMSR(%)	COMP(万元)	SIZE(亿元)
平均值	7.624 66	0.337 50	0.704 02	13.453 71	536.297 66	203.938 818
中位数	9.065 00	0.288 50	0.000 00	6.066 00	428.847 00	67.193 100
标准差	11.318 344	0.261 813	3.888 562	17.444 993	319.958 246	403.954 448 7
最小值	-69.713	-0.139	0.000	0.000	125.750	1.880 3
最大值	26.247	1.277	30.250	66.667	1 732.967	2 455.864 7

表 3 民营物流上市公司各指标年度均值总体性描述统计

	ROE(%)	EPS(元)	MSR(%)	PMSR(%)	COMP(万元)	SIZE(亿元)
平均值	8.262 76	0.236 52	4.250 43	16.924 19	433.691 38	91.640 343
中位数	8.937 00	0.226 00	0.005 00	9.804 00	384.687 00	29.970 700
标准差	7.929 014	0.204 118	9.713 121	19.847 337	193.200 944	196.704 150 3
最小值	-11.817	-0.196	0.000	0.000	146.147	3.473 0
最大值	21.677	0.549	30.924	61.538	937.940	924.325 7

从表 2 和表 3 的比较可以发现,在企业绩效指标上,国企的每股收益略高于民企,说明了国企普通的获利水平高于民企,然而民企的净资产收益率则高于国企,这说明民企的股东收益高于国企,这可能与民营企业中股东多样性相关。无论是国企还是民企,其平均净资产收益率或者平均每股收益的标准差都不大,说明不管国企还是民企,物流上市公司间并没有存在很大的差异。在高管激励指标上,民企的平均高管持股数量比例及平均高管持股人数比例均高于国企,说明在高管股权激励上,民企比国企更加注重

高级管理人员的股权激励问题。然而在平均高管年度薪酬这一变量上,国企的平均高管年度薪酬远高于民企的高管年度薪酬,说明国企在高管激励中更加注重对高级管理人员的现金报酬激励。无论是国企还是民企,平均高管年度薪酬的标准差都很大,分别为 319.96 及 384.69,说明不同的物流上市公司间,其高管年度报酬存在很大的差异。可以看到国企的平均总资产远高于民企的平均总资产,说明国企的企业规模普遍大于民企,然而国企和民企的平均总资产标准差都很大,这也说明物流上市公司间企业规模存在很

大的差异。

3.2 回归分析与结果

回归结果如表 4 所示。从模型 1 的结果可以看出,以平均净资产收益率及平均每股收益作为物流上市公司企业绩效的衡量标准时,模型没有通过 F 检验,说明自变量和因变量之间不存在显著相关关系。此外,平均高管持股数量比例没有通过 *t* 检验,与物流上市公司的平均净资产收益率及平均每股收益没有相关性,其原因可能是物流上市公司高管持股水平偏低及高管零持股现象严重。因此可以认为,物流相关企业高管持股数量比例与企业绩效不相关。

从模型 2 的结果可以看出,以平均净资产收益率及平均每股收益作为物流上市公司企业绩效的衡量标准时,模型没有通过 *F* 检验,说明公司自变量和因变量之间不存在线性关系。此外,平均高管持股人数比例没有通过 *t* 检验,与物流上市公司的平均净资产收益率及平均每股收益没有相关性,这也与前面相关性分析得出的结论一致,其原因可能是物流上市公司的高管激励机制并没有体现在股权激励上,导致企业高管持股人数比例偏低。因此,可以认为,物流相关

企业高管持股人数比例与企业绩效不相关。

从模型 3 的结果可以看出,以平均净资产收益率作为物流上市公司企业绩效的衡量标准时,模型的 *F* 值为 4.267,在 0.01 的显著性水平上通过 *F* 检验;从表 4 可以看到,以平均每股收益作为企业绩效的衡量指标时,模型的 *F* 值为 5.066,在 0.05 的显著性水平上通过 *F* 检验,这说明公司自变量和因变量之间存在线性关系,回归方程具有显著意义,调整后的 *R* 方分别为 0.507 及 0.432,说明拟合优度良好。平均高管年度报酬显著通过了 *t* 检验,其 *t* 值分别为 2.769 及 3.585,表明这个变量对物流上市公司的平均净资产收益率及平均每股收益具有显著贡献,高管年度薪酬与企业绩效有较显著的正相关关系,即企业绩效随着高管人员的年度报酬的增加而上升。因此,可以认为,物流相关企业高管年度报酬与企业绩效显著正相关。其线性回归式子分别如下

$$ROE = 6.788 + 0.003 * COMP + 0.001 * SIZE - 1.076 * NATURE$$

$$EPS = 0.217 + 5.714 * COMP + 0.412 * SIZE + 0.101 * NATURE$$

表 4 研究模型的回归结果

变量名	模型 1-ROE		模型 1-EPS		模型 2-ROE		模型 2-EPS		模型 3-ROE		模型 4-EPS	
	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值
C	7.11	2.85	0.22	3.79	7.29	2.80	0.16	2.81	6.79	2.33	0.22	3.16
MSR	0.23	1.14	0.00	0.84								
PMSR					0.05	0.74	0.01	3.10				
COMP									0.003**	2.77	5.714 *	3.59
SIZE	0.002**	3.59	0.052**	5.21	0.002**	6.52	0.032***	2.46	0.001***	3.29	0.412***	6.69
NATURE	−0.04	−0.01	0.119 *	−0.05	−0.66	−0.24	0.12 *	1.99	−1.08	−0.39	0.10	0.57
<i>F</i> 值	0.54		1.19		0.28		0.30		4.27		5.07	
Sig.	0.66		0.32		0.84		0.83		0.01		0.04	
Ajust-R ²	−0.02		0.01		−0.03		0.03		0.51		0.43	

此外,回归分析结果可以看出公司规模对于企业绩效是一个正相关的变量,在模型中均以较高的置信水平通过,在以平均净资产收益率及平均每股收益进行的检验中均表现出显著正相关,说明公司规模因素在解释高管激励对企业绩效表现的影响中作用显著。然而,从引入的虚拟变量公司性质分析,其在每个多元线性回归中均没有通过 *t* 值检验,说明企业的性质因素与企业绩效并没有在很大程度上相关。

4 结论与建议

本研究主要探讨了我国物流相关企业中高管激励与企业绩效之间的关系,通过建立多元回归模型,利用我国沪深上市公司的公开数据,通过利用两个绩

效指标进行检验,全面分析了企业高级管理人员薪酬激励及股权激励与企业绩效之间的关系。总体来说,我国物流上市公司高管持股数量比例及高管持股人数比例偏低,对高管的股权激励程度普遍偏低,2011—2013 年物流上市公司平均高管持股数量比例仅为 1.601%,平均高管持股人数比例也仅为 14.332%,企业高管零持股现象严重,不过,纵观这三年的高管股权激励情况,2011—2013 年高管持股数量比例及高管持股人数比例均逐年上升。而高管年度报酬也是逐年上升,这说明物流企业越来越重视高级管理人才,本研究也说明,高管年度报酬与企业绩效显著正相关,高管人员得到的年度报酬越多,他们就会更好

地站在股东的角度上做好公司决策,为公司谋取最大的利益,符合“利益一致”原则。

由实证研究成果可知,我国物流相关的上市公司高管激励中的股权激励不明显,高管持股数量及高管持股人数普遍较低,并且公司高管零持股现象严重。在我国物流相关企业中,高管激励一般以现金报酬激励为主,本研究也得出高管年度报酬与企业绩效显著正相关的结论。近年来,高管年度报酬总体呈现上升的趋势,然而,不同企业之间高管年度报酬差异悬殊,说明企业间高管激励差异很大。此外,企业间高级管理层持股数量比例差异也很大,但总体来说高管持股比例偏低,并且低持股及零持股现象比较严重。然而,完善的薪酬结构应该包括现金报酬及股权激励,根据股权激励理论,单纯的现金薪酬并不足以发挥高级管理人员的工作积极性,只有通过股权激励,适当地提高高级管理人员的持股比例,充分发挥股权的激励作用,才能调动高管人员的积极性,才能将自己的利益与企业绩效高度结合起来,站在委托者即公司的股东的角度为企业谋利益,进而做出高效的管理决策,从而提高企业绩效。

因此,在我国,物流相关上市公司进行高管薪酬机制改革非常有必要,只有完善的高管激励机制,构建合理的薪酬机制及科学高效的绩效考核制度,才能够最大程度发挥高管的主观能动性,从而实现企业价值的最大化,进一步提高企业绩效。

参考文献

- [1] CANARELLA G,GASPARYAN A. New insights into executive compensation and firm performance: evidence from a panel of new economy firms,1996—2002[J]. *Managerial Fi-*

nance,2008,34(8):537—554.

- [2] GUY F. CEO pay,shareholder returns and accounting profit [J]. *International Journal of the Economics of Business*, 2000,7(3):263—274.
- [3] CONYON M J,SADLER G. Executive pay,tournaments and corporate performance in UK firms[J]. *International Journal of Management Reviews*,2001,3(2):141—165.
- [4] DUFTHUUS P,KABIR R. Is the pay-performance relationship always positive? evidence from the Netherlands [J]. *Journal of Multinational Financial Management*,2008,18(1): 45—60.
- [5] 许承明,濮卫东. 内部人持股与上市公司绩效研究[J]. *数量经济技术经济研究*,2003,20(11):123—126.
- [6] 徐向艺,王俊韩,巩震. 高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——一项基于深、沪 A 股上市公司的实证分析[J]. *中国工业经济*,2007(2):41—47.
- [7] 宋莹. 我国上市公司高管薪酬与公司业绩相关性实证研究 [D]. 长春:吉林大学,2007.
- [8] 邹炼. 中国上市公司高管薪酬与公司业绩相关性分析——以沪、深市 A 股制造业为例[J]. *北方经贸*,2009(3):106—107.
- [9] 杨睿娟,蔺娅楠. 中国电子信息行业上市公司高管薪酬与企业绩效关系[J]. *企业经济*,2012(10):41—43.
- [10] 蒋翠珍,顾丽琴,张锦珂. 高新技术上市公司高管薪酬激励效应的实证分析[J]. *统计与决策*,2011(7):108—110.
- [11] 魏红梅. 我国金融上市公司高管薪酬激励与公司经营绩效实证研究[J]. *现代经济信息*,2009(14):159—160.
- [12] 冀巨海,赵淋淋. 上市公司高管薪酬与企业绩效倒 U 型关系研究——以煤炭行业为例[J]. *经济论坛*,2011(9):132—135.
- [13] 付彝. 房地产上市公司高管薪酬与公司绩效的实证分析 [J]. *金融经济*,2010(18):70—71.
- [14] 孙烨,曲德森,袁莉娜. 东北老工业基地上市公司薪酬激励与企业绩效的实证分析[J]. *社会科学战线*,2004(6):251—253.

Management Motivation and Firm Performance in Listed Companies in China

——An empirical analysis based on companies in logistics industry

HUA Xing

(Department of Finance and Economics,Guangdong Youth Vocational College,Guangzhou 510507,China)

Abstract: Based on the data of all 83 listed companies in logistics industry in China, we have studied the relationship between management motivation and firm performance. We focus on the two main motivation methods including compensation and ownership and we choose ROE and EPS as indicators for measuring performance. The empirical results show that compensation has positive effect on firm performance, but ownership has no influence on performance.

Key words: logistics firms;management compensation;management ownership;firm performance