高管薪酬与公司业绩的敏感性因素分析
——金融业的证据(2000～2005 年)

邵 平[1],刘 林[1],孔爱国[2]

(1.复旦大学 经济学院,上海 200433;2.复旦大学 管理学院,上海 200433)

摘 要:高管的薪酬取决于很多方面的因素,既有主观因素又有客观因素。金融企业与其他制造性企业又有较大的不同,影响薪酬的因素较为特别。文章实证研究了我国上市金融类企业高管薪酬与其业绩之间敏感性的影响因素。研究结果表明,公司规模、负债比率、收益波动性与敏感性负相关,外资进入、高管任职时间、金融监管以及董事会的独立性对这一敏感性的影响不显著。

关键词:高管薪酬;公司业绩;敏感性

中图分类号:F234.4 **文献标识码**:A **文章编号**:1001-9952(2008)01-0094-12

一、引 言

现实中不同公司高管们的薪酬差别较大,特别是金融公司,高管们的薪酬已经成为人们关注的热点。在金融类的公司中,高管们的薪酬要与公司的业绩之间存在某种内在的一致性,这不仅可以解决公司的委托—代理问题,而且能有效地平衡金融人才市场的波动。我们都知道,与制造业不同的是,金融公司经营的好坏很大程度上由管理者决定,建立金融高管们的薪酬与公司业绩间的敏感性关系是平衡发展金融市场的重要手段之一,为此我们要清楚金融行业具有受管制、高负债的特点。而这种受管制性和高负债性对金融公司的公司治理结构进而对高管薪酬与业绩之间的敏感性产生了重要影响。

Barro 和 Barro (1990)发现高管的薪酬变化取决于企业业绩的变化,即二者之间存在着正相关的关系。Houston 和 James (1995) 指出银行在历史上一直是一个受管制的行业,即使在薪酬结构中存在较高比例的激励成分,也不会使银行的高管去冒更大的风险来追求更高的盈利。因此银行一直不是很倾向于采用激励薪酬制度。Crawford、Ezzell 和 Miles(1995)研究了 1976～

收稿日期:2007-09-20

作者简介:邵 平(1957—),男,山东维坊人,复旦大学经济学院博士研究生;

刘 林(1980—),男,江苏徐州人,复旦大学经济学院硕士研究生;

孔爱国(1967—),男,江苏姜堰人,复旦大学管理学院财务金融系教授,博士生导师。

1988 年 124 家美国商业银行的样本，以工资奖金、股票期权和股权作为 CEO 薪酬的衡量标准，发现在取消了对银行跨国开展业务的管制后，CEO 薪酬与银行业绩之间的敏感性增加了。Harjoto 和 Mullineaux（2003）研究了 1992～2000 年美国银行持股公司的薪酬战略发现，当取消监管、允许商业银行从事投资银行业务后，CEO 薪酬与公司业绩之间的敏感性大大提高了，而且 CEO 的薪酬与公司的风险（股票收益的波动性）之间的敏感度很强。关于金融公司自身特点对高管薪酬与业绩之间敏感性的影响，John 和 Qian（2003）指出，高管薪酬与业绩之间的敏感性随着企业负债比率的上升以及企业规模的增加而下降。

在国内已有的文献中，陈学彬等人（2003）通过 SWARM 软件对商业银行激励约束机制进行模拟分析，认为提高银行高管的固定报酬并不能够增加银行的收益，而提高与经营效益挂钩的浮动收益比重则更有利于充分调动经营者经营积极性。

本文是基于前人的研究，通过对现实问题的考虑深入到高管薪酬与业绩敏感性的因素层面上探求金融公司薪酬激励方案，寻求激励的一般性规律。本文使用沪深交易所上市的 10 家金融类公司 2000～2005 年的数据，考察环境因素以及金融公司自身的特点对高管薪酬与业绩之间敏感性的影响。我们还将金融公司和制造业公司的高管薪酬与业绩之间的关系进行比较，希望通过比较研究来进一步说明金融公司高管的薪酬激励机制。

二、研究假设

如何从短期与长期两个方面激励公司高管、降低代理成本、保证股东利益最大化是公司治理中的主要议题。从公司与高管的理性角度来分析，公司高管薪酬与公司业绩之间的有效关联，是解决公司治理中委托—代理问题的重要手段，是委托—代理双方双赢的基础。然而，金融公司高管与公司业绩之间的敏感性关系又受到许多其他因素的影响，既有公司特征、公司治理结构状况内部因素，又有外部监管等外部因素，不同的因素会影响敏感性的大小，本文的目的就是要研究现实条件下不同因素对敏感性的影响。

Jensen 和 Murphy（1990）认为，由于存在许多政治上的原因，规模较大的企业高管薪酬与业绩之间关系的敏感性较低。我国的金融公司，绝大多数的最终所有者是国家或者由国家最终控股。由于这些金融公司在整个国民经济中起到关键性作用，因而国家的金融政策对这些公司有着相当大的影响力。这些金融公司的规模越大，其背后所隐含的国家政策面的含义也就越大，市场化程度也就较低。在这些金融公司担任高管，被赋予的政治影响力远比财富激励更大。相反，规模小的金融类公司大部分股权结构分散，市场化程度较高，因此我们提出假设 1。

假设1:金融公司高管薪酬与业绩关系的敏感性与公司规模负相关。

除了企业的规模外,有许多文献认为企业高管薪酬与业绩之间关系的敏感性是与企业的资本结构相关。John 和 John (1993) 认为,企业的负债比率是制定包括高管薪酬在内的激励机制的一个重要决定因素。另外,当债务风险较高时,由于高管薪酬与业绩之间敏感性的存在,企业的高管会选择与股东利益保持一致进行风险较大的投资项目,从而将风险转移给债权人(Jensen 和 Meckling,1976)。换句话说,较高的高管薪酬与业绩之间的敏感性加大了企业高管这种风险转移的可能性。而较低的高管薪酬与业绩之间的敏感性则可以降低债务代理成本。那么作为负债比率普遍较高的金融公司,其高管薪酬与业绩之间的敏感性应该较低。另外,由于现实中金融公司的规模所隐含的政治含义较大,做大规模是每个金融公司高管的共同心声,而金融公司的特征决定了这种规模的扩大主要是由增加负债所引起的。由此,在第一个假设成立的条件下,我们可以顺理成章地推出假设2。

假设2:金融公司高管薪酬与业绩之间的敏感性将随着公司的负债率上升而下降。

同时我们需要注意,公司 CEO 的任职时间是影响公司业绩的一个重要因素。已存在的很多文献认为,CEO 较长的任职时间是管理者堑壕的一个很好的衡量变量,这会对公司的价值产生负面影响(Hermalin、Benjamin 和 Weisbach, 1998; Berger 等,1997; Ryan、Harley 和 Wiggins, 2004, 以及 Chidambaran 和 Prabhala, 2003)。而 Song(2006)认为,企业 CEO 与董事会之间如果在企业利润最大化决策上存在一致性,那么 CEO 的任期会较长,而且企业的业绩会较好。但是在中国的情况却有所不同。因为中国金融公司的最终所有者是国家,如果金融公司的业绩比较好,那么高管很有可能被提拔而调往新的岗位;如果金融公司业绩不好,那么高管也会成为替罪羊而被调离岗位。因此,无论业绩很好或是很差,金融公司的高管任职时间都不会很长。只有业绩中等的金融公司的高管任期会较长。如果不是因为政府随意的调动,那么,重要的原因是我们缺少对高管的长期行为激励,比如期权的激励等。由此,我们提出假设3。

假设3:高管薪酬与业绩之间的敏感性与 CEO 的任职时间无关。

除了一般企业的特征外,金融公司的公司治理结构特点也对其高管薪酬与业绩之间关系的敏感性产生影响。Mishra 和 Nielsen(2000)研究了美国银行持股公司的高管薪酬与业绩之间的敏感性与公司董事会独立性之间的相互作用,认为二者之间存在着正相关关系。事实上,董事会的独立性与董事组成有关,特别是独立董事制度的设定,决定了董事会的独立性。不论董事会与大股东或公司高管的关系如何,董事会的独立性强化了高管薪酬与业绩的敏感性。随着独立董事制度的设立,独立董事为中小投资者服务的目的会限制公

司高管与其他董事们的行为。这可以使公司的运作更加市场化。因此，我们有理由提出假设 4。

假设 4：金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性与董事会独立性正相关。

中国金融行业现在处在一个改革时期，很多金融公司通过引入国外战略投资者来提高自身的竞争力，从而改善业绩。Choi 和 Hasan(2005) 研究了韩国商业银行在 1998～2002 年间股权结构和治理结构对银行业绩的影响。他们发现，外资股权的比例与银行的业绩正相关，而与银行的风险负相关。引入国外战略投资者这一举措对中国金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感度同样产生影响。在外资进入中国企业后，不可避免地会在董事会占据一席之地。而且在国外金融公司高管薪酬与业绩挂钩已经非常普遍，再加上外资需要获得利润，就会促使董事会通过更具激励性的高管薪酬计划，从而加大企业高管薪酬与业绩之间关系的敏感性。因此，我们提出假设 5。

假设 5：金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性随着外资股份的进入而增强。

Holmstrom 和 Milgrom (1987)认为，公司的管理者和所有者之间存在着信息不对称，如果公司业绩的波动性较大的话，管理者会利用自己的信息优势，将波动造成的风险转移到所有者身上，从而导致较大的代理成本。而与普通公司相比，金融公司所有者与管理者之间的信息不对称程度更大。在这种情况下，对公司高管进行薪酬激励的话会增加公司的代理成本。由此，我们提出假设 6。

假设 6：高管薪酬与业绩之间关系的敏感性随公司收益的波动性上升而下降。

我们知道金融行业是一个受监管的行业。Chidambaran 和 John (2000) 认为，正是这种监管机制使得金融行业相对来说是一个更加透明的行业，这种行业性的透明也使得监管机制行之有效。而在那些相对不透明的行业，监管机制不是很有效，因此只能更加依赖内部对高管的激励薪酬机制来降低代理成本。当然，值得注意的是监管有效的含义并非指多重性的监管去压制高管们的潜能，而是指通过法律、法规规范公司和高管们的市场行为。因此我们提出假设 7。

假设 7：金融公司高管薪酬与业绩之间敏感性随着监管程度的增加而降低。

相对于制造业来说，金融行业是一个受到更多监管的行业，金融公司的资产规模较大，资产负债率也比较高。而且，金融公司在经营过程中的波动性没有制造业那么大。原因可能在于金融业服务的对象总是特定行业中具有较高收益的优秀企业，而这些企业的经营业绩总是可以稳定在较高的水平上。这种差异会造成金融公司与制造业公司在高管薪酬与业绩之间关系的敏感性存

在不同。根据前面的假设,我们提出假设8。

假设8:金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性要小于制造业公司。

三、模型与数据

在John和Qian(2003)给出的关于企业高管薪酬决定的多因素分析模型中,作者认为影响企业高管薪酬的因素为企业的业绩、规模和负债比率,并且可以使用交叉乘积项来衡量规模和负债比率对薪酬与业绩之间敏感性的影响:

$$CEOPAY_{it}=\alpha+\beta_1 PERF_{it}+\beta_2 Size_{it}+\beta_3 DR_{it}+\beta_4 Size_{it}\times PERF_{it}+\beta_5 DR_{it}\times PERF_{it}+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,CEOPAY表示高管的薪酬,PERF、Size、DR分别表示企业的业绩、规模和负债比率。通过交叉乘积项 $Size_{it}\times PERF_{it}$ 与 $DR_{it}\times PERF_{it}$ 的系数 β_4 和 β_5 的符号来判别规模和负债比率对高管薪酬与业绩之间敏感性的影响。现实中我国金融公司与西方发达国家存在一些差别,比如股权结构差异、监管差异等,因而在解释敏感性方面存在更多的影响因子。为了提高模型的解释力,我们需要在这个模型中加入高管的任职时间(TENURE)、公司董事会的独立性(INDE)、公司收益的波动性(FLUC)、外资股份以及监管情况等因素,来考察这些因子对高管薪酬与业绩之间敏感性的影响。除此之外Song(2006)认为,企业CEO与董事会之间如果在企业利润最大化决策上存在一致性,企业的业绩会比较好,企业高管的薪酬也会比较好。因此,在我们的模型中还存在一个控制变量,即公司高管与董事会之间的决策一致性(Agree)。由此我们修正上述模型,得到了下面我们要用的模型:

$$\begin{aligned}CEOPAY_{it}=\;&\alpha+\beta_1 PERF_{it}+\beta_2 Size_{it}+\beta_3 DR_{it}+\beta_4 TENURE_{it}+\beta_5 INDE_{it}\\&+\beta_6 FLUC_{it}+\beta_7 Agree_{it}+\beta_8 Size_{it}\times PERF_{it}+\beta_9 DR_{it}\times PERF_{it}+\beta_{10}\, TENURE_{it}\times PERF_{it}+\beta_{11}\, INDE_{it}\times PERF_{it}+\\&\beta_{12} FLUC_{it}\times PERF_{it}+\beta_{13} D_{foreign}\times PERF_{it}+\beta_{14} D_{sv}\times PERF_{it}\\&+\varepsilon_{it}\end{aligned} \quad (2)$$

其中,$D_{foreign}$ 为控制外资股份的哑变量,当金融公司存在外资股份的时候,$D_{foreign}=1$,否则 $D_{foreign}=0$;D_{sv} 为控制金融监管程度的哑变量,当金融监管强度较强时,$D_{sv}=1$,否则 $D_{sv}=0$。

我们使用了企业年度薪酬最高的三位管理者的平均薪酬的对数作为衡量高管薪酬(CEOPAY)的指标。因为在大部分情况下,我们只能得到高管年度薪酬的总额,无法得知其中的结构。由于我国金融公司的高管薪酬中几乎不含有任何的股票或者股票期权,于是我们可以断定,基于一定的基本薪酬,业绩奖金越高,现金薪酬的总额也就越高。所以我们采用平均现金薪酬作为企业高管薪酬的衡量依据是可以体现薪酬中的激励机制的(如果存在的话)。

我们使用了公司的总资产收益率ROA来衡量企业的业绩,这一指标变

量在以前文献也被广泛的使用过。但是也有文献使用企业股权市场价值的变化来衡量企业的业绩（如 John 和 Qian(2003)）。我们没有选取后者的原因有两个：一是在 2000～2005 年，中国的股票市场由于发展极其不成熟，其股价变化基本上不反映一个企业的盈利能力；二是我国的金融公司的股票中，上市的只是其中一部分，还有一部分是不可流通的法人股，而且其比例很大，这导致无法使用市场价格来衡量整个企业的股权价值。除此之外，金融公司的特点之一就是高负债，与资本收益率 ROE 相比较而言，用总资产收益率来衡量企业的业绩还包含了对风险因素的考量，因此，我们使用了 ROA 作为企业业绩的衡量指标，使用总资产收益率的方差作为衡量收益波动性的变量。

关于董事会的独立性，我们使用外部董事在董事会中所占的比例来衡量。对于外部董事，我们定义为不在企业担任任何经营管理职位的董事以及外部董事。另外，企业的负债比率的衡量指标是企业的资产负债率。我们使用企业总资产的对数来衡量企业规模，这主要是为了与前面衡量企业业绩的指标 ROA 相一致。

我们将企业高管的任职时间定义为从其担任总经理（或 CEO）到观察值所处的年份。比如在 1998 年上任的总经理，那么在 2001 年的观察值中，我们认为其任职时间为 4 年。

关于监管环境的衡量，我们认为，2002 年召开的第二次全国金融工作会议（下称‘会议’）加强了金融监管。在快速推进新一轮国有商业银行改革的同时，进一步加强了对包括商业银行在内的金融公司的监管力度。

对于控制变量公司高管与董事会之间的决策一致性，我们沿用 Song (2006)研究中使用的指标：背景一致性 Funcsim。对于这一指标我们有如下定义。首先按照董事以前的工作经历，将其背景分成三个种类：政府背景、企业背景和学术研究背景（包括各高校和研究所），并将董事在各个背景下工作的时间进行加总，按照时间长短将董事归到不同的背景中去。那么：

$$\text{Funcsim}\equiv\left(\frac{\text{董事——CEO 配对背景相同的对数}}{\text{董事——CEO 配对总的对数}}\right)^2$$

背景相似度 Funcsim 越大，则 CEO 与董事会之间观点的一致性越高。

我们选择了在沪深交易所上市的 10 家金融类企业 2000～2005 年的数据，数据来自这些上市金融公司的年报以及 Wind 数据库。由于有些金融公司的上市时间较晚，从而有些年限的数据无法得到，我们最终获得了 53 个金融公司观察值。样本中的金融公司包括商业银行和证券公司。

根据计算我们得到了这些数据的总体描述性统计指标。衡量公司业绩的指标 ROA 的均值为 0.4%，中位数为 7.27%，最大值为 27.97%，最小值为－202.08%，标准差为 33%，这一指标在各个观察值之间的变化还是很大的。而外部董事在董事会中的比例的均值为 83.15%，中位数为 87%，最大值为

100%,最小值为45%,标准差只有11%,表明这一指标在各个观察值间的变化不大。

四、假设检验

为了检验不同因素对敏感性的影响,我们首先建立起CEOPAY与PERF两个变量之间的回归,结果为CEOPAY=12.65(106.62)+5.36(2.26)PERF(Adj R^2=0.21),并且在5%的水平下显著,括号中数字为t统计量。

我们再对多因素模型(2)进行回归,以检验我们提出的假设。但是由于各个变量之间存在着共线性,因此我们将对变量进行分类,然后再进行分部分回归。表1给出了回归的结果。从总体上看,当我们加入一些解释变量时,高管薪酬与业绩之间的敏感性会增强,但增加另外一些解释变量时却不发生任何影响。具体情况如下。

检验1:在表1的第1列,也就是Model 1中,我们可以看到,PERF项与Size×PERF项的系数分别为197.051和-9.063,并且均在5%的水平下显著。这表明,随着金融公司规模的增加,高管薪酬与业绩之间关系的敏感性会降低。由此,假设1成立。

检验2:在表1第2列的Model 2中,我们看到PERF项与DR×PERF项的系数分别为35.640和-39.215,且均在10%的水平下显著。这说明,随着金融公司负债率的上升,高管薪酬与业绩之间关系的敏感性降低。由此,假设2成立。

检验3:在表1的第3列,也就是Model 3中,我们发现PERF项与TENURE×PERF项的系数分别为0.543和1.595,但是这两个系数均是不显著的,我们不能拒绝它们等于零的假设。这说明,公司高管的任期对其薪酬与公司业绩之间关系的敏感性的影响并不显著。这是因为,在我国金融企业高管任职的过程中,业绩并不是一个重要的因素。业绩较好并不意味着任职时间会比较长,同样,业绩较差也并不意味着任职时间会更短。在金融公司对高管任命和离任的决策机制中,业绩表现不是惟一的考虑因素。所以从我们的样本结果来看,假设3成立。

检验4:我们看到在Model 4中,PERF项与INDE×PERF项的系数分别为8.734和-9.078,但是这两个系数也均是不显著的。这说明董事会的独立性对金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性的影响并不显著。这是因为,一方面,金融公司董事会中外部董事比例很高。董事会外部董事的比例绝大多数在75%以上,在这么高的水平上,即使这一比例发生变化,也不会对董事会的独立性造成太大的影响。另一方面,我国从2001年才在上市公司中开始引进独立董事制度,由于这一举措刚刚起步,外部董事的比例还不能完全体现董事会的独立性。另外,独立董事制度本身也存在一些缺陷,往往是由董事

长来邀请独立董事，这也从根本上决定了独立董事不能完全独立，因而多种因素弱化了我们的结论。由此从我们的样本结果来看，假设 4 不成立。

检验 5：下面我们来看 Model 6 的结果。Perf 的系数不显著，但 $D_{foreign}\times$ PERF 项的系数为 244.819，并且在 5％的水平下显著。这是回归分析中交互项回归系数的误差太大所致，因此，我们对这一模型进行改进，将哑变量作为一个独立变量加入，发现所有的系数在统计上都不显著，具体回归方程如下。

$$CEOPAY = \underset{(54.30)}{12.26} + \underset{(0.54)}{1.33}PERF + \underset{(1.42)}{1.14}Agree + 22.48D_{foreign}\times PERF + \underset{(0.78)}{0.93}D_{foreign} \quad (Adj\ R^2 = 0.16)$$

这说明我们的假设 5 不成立。这也许是由于外资股权的比重太小所导致的，外资股份的加入还无法对公司的治理产生影响。

表 1　金融公司特征、公司治理结构以及监管情况对高管薪酬与业绩敏感性的影响

变量/模型	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
PERF	197.051** (2.489)	35.640* (1.890)	0.543 (0.112)	8.734 (0.359)	8.100** (2.216)	1.520 (0.628)	7.666 (1.195)
Size	0.312*** (10.755)						
DR		2.100*** (3.681)					
TENURE			−0.021 (−0.374)				
INDE				−0.041 (−0.042)			
FLUC					−146.081*** (−4.588)		
Agree	1.211*** (3.666)	1.854*** (3.433)	1.386** (2.331)	1.595** (2.584)	1.812*** (3.909)	1.545** (2.467)	1.254** (2.105)
Size×PERF	−9.063** (−2.513)						
DR×PERF		−39.215* (−1.696)					
TENURE×PERF			1.595 (1.036)				
INDE×PERF				−9.078 (−0.342)			
FLUC×PERF					−567.968*** (−4.610)		
$D_{foreign}\times$PERF						244.819** (2.427)	
$D_{SV}\times$PERF							−3.278 (−0.481)
Adj R^2	0.749	0.435	0.300	0.075	0.363	0.179	0.303

注：*、**、*** 分别表示在 10％、5％、1％水平下显著，下同。

检验 6：在 Model 5 中，PERF 项与 FLUC×PERF 项的系数分别为 8.100 和−567.968，且分别在 5％和 1％的水平下显著。这说明，随着金融公司收益的波动性增加，公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性显著下降。因此，假设 6 成立。

检验 7：在表 1 的最后一列，给出了监管程度对金融公司高管薪酬与业绩

之间关系敏感性的影响结果。我们看到,PERF 项与 $D_{sv}\times$PERF 项的系数分别为 7.666 和 −3.278,但是这两个系数均是不显著的。这说明虽然监管程度的增加会降低高管薪酬与业绩之间关系的敏感性,但是这种影响在统计上是不显著的。因此,假设 7 在统计上是不成立的。监管的目的是弱化金融公司高管薪酬与业绩之间的关系,但效果不好,这也许是因为我们国家一直对金融行业实行不太规范的监管,公司能够在一定程度上规避监管。另一方面,金融公司的业绩也不敏感,这说明我们的金融公司具有非业绩性的目标,这需要我们从另外的角度来研究如何监管。

检验 8:我们比较一下金融公司和制造业公司在公司特征上的差异,并且研究这些差异是否会对高管薪酬与业绩之间关系的敏感性产生影响。

我们按照中国证监会对中国上市公司的行业类别划分的标准来定义制造业公司。从这些制造业公司中随机挑选出 10 家公司,并选取这些公司 2000～2005 年的数据来做比较。这些数据同样来自于这些企业的年报以及 Wind 数据库。这些制造业公司的变量定义与前面金融公司的变量定义完全相同。

首先,我们来比较金融公司与制造业公司的公司特征。表 2 给出了我们样本中金融业企业和制造业企业的规模和负债比率的比较。我们可以看出,在金融企业的 60 个观察值中,其总资产对数(LOGTA)、负债比率(DA)的中位数分别为 24.91、0.9119。而制造企业分别为 21.52、0.3851。这两者之间比较的 Wilcoxon/Mann-Whitney 统计量在 1%的水平下都显著,说明这两者之间是存在明显差异的(见表 2)。

表 2　金融公司与制造业公司的公司特征比较

	Panal A	金融和制造业公司特征中位数			
	PERF	Size	DR	TENURE	INDE
金融公司	7.27%	24.91	91.19%	4.00	87%
制造业公司	6.32%	21.52	38.51%	3.00	56%
	Panal B	Wilcoxon/Mann-Whitney 统计量			
金融公司 VS 制造业公司	0.3567	5.9807***	7.8505***	0.909	6.766***

下面,我们通过回归方程来检验金融公司和制造业企业之间的高管薪酬与业绩之间敏感性是否存在差异。由于金融公司与制造业公司在高管任职时间(TENURE)上的差异不明显,因此我们建立方程(3):

$$CEOPAY_{it}=\alpha+\beta_1 PERF_{it}+\beta_2 TENURE_{it}+\beta_3 D_{financial}\times PERF_{it}+\varepsilon_{it} \qquad (3)$$

其中,$D_{financial}$是哑变量,当所观察的企业为金融公司时,$D_{financial}=1$,否则 $D_{financial}=0$。

从表 3 可以看到,PERF 项和 $D_{financial}\times$PERF 项的系数分别为 −5.236 和 8.876,并且均在 1%的水平下显著。这表明制造业公司高管薪酬与业绩之间

表 3　金融公司与制造业企业高管薪酬与业绩之间关系敏感性的比较

	PERF	TENURE	$D_{financial} \times PERF$
系数	-5.236^{***}	0.045	8.876^{***}
t 统计量	−2.881	1.074	2.802
p 值	0.005	0.285	0.006
Adj R^2	0.178		

均是负相关的，但是由于这两个系数之和大于 0，所以金融公司高管薪酬与业绩之间关系仍然是正相关。但是由于制造业公司 PERF 系数的绝对值大于金融公司 PERF 系数的绝对值，所以金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性没有制造业公司的敏感性强。假设 8 成立。

通过对我国 10 家上市金融公司的数据分析，我们发现，我国金融公司高管薪酬与业绩之间关系的敏感性与公司的规模、负债比率负相关。但是高管任职时间以及外部的金融监管程度对这一敏感性的影响在统计上并不显著。一个值得关注的现象是，制造业企业在规模、负债比率以及公司董事会的独立性上与金融公司存在显著差异，但是其高管薪酬与业绩之间呈现负相关的关系，并且这一负相关的敏感性要大于金融公司高管薪酬与业绩之间正相关关系的敏感性。

五、扩展性结论

从上面的检验中发现很多假设都是成立的，这在一定程度上反映了金融公司治理的一些内在特征。但是从如何设计薪酬方案来说，我们还有许多事情要做。特别是高管们的薪酬对公司业绩的敏感性与金融监管、董事会的独立性、高管们的任职时间等无关，我们需要进一步研究其中的原因，以便在推进金融公司走市场化的道路中制定出合理的激励方案。

第一，金融监管对敏感性几乎没有影响，这充分说明金融监管的有效性还没有落实到微观基础上。监管的效果不明显，一定是有其他的通道释放了监管的能量。其原因有：一是监管中的多重管制并没有理顺金融公司的行为，公司仍然可以有方法规避监管；二是金融公司与政府之间的直接与间接的控股，弱化了监管的有效性；三是地下金融活动在一定程度上弱化了监管的有效性。因此，如何加强金融监管已经不是监管本身的问题，而是涉及到金融体系如何有序发展的深层次问题。

第二，金融公司董事会的独立性问题。外部董事的增加能否真正增加董事会的独立性，这需要我们对现实中的独立董事制度的可靠性与有效性进行反思。应该由谁来邀请独立董事或外部董事？如何去监督外部董事的行为？

第三，金融公司高管薪酬与公司业绩敏感性与高管们的任职时间没有关系，这实际上反映了金融公司高管们并没有真正职业化，干好干坏与任职时间

长短没有内在联系。从现实中的金融公司来看,金融公司的高管很少是真正由市场选择而产生的,或多或少都留下了政府与地方政府的痕迹,这就造成了金融公司高管们的行为方式与市场内在要求的脱节。

解决好上述三大问题,才有可能将金融公司高管们的薪酬与公司业绩进行有效地挂钩。

参考文献:

[1]Anthony J Crawford, John R Ezzell , James A Miles. Bank CEO pay-performance relations and the effects of deregulation[J]. Journal of Business, 1995, 68(2): 231~256.

[2]Barro J, R Barro.Pay, performance, and turnover of bank CEOs[J]. Journal of Labor Economics, 1990, 8(4): 448~481.

[3]Chidambaran N K, Nagpurnanand Prabhala. Exectutive stock option repricing, internal governance mechanisms, and management turnover[J]. Journal of Financial Economics,2003,69: 153~189.

[4]Chidambaran N K, K John. Managerial cmpensation, voluntary sclosure, and large shareholder monitoring[R]. Unpublished paper, New York University, 2000.

[5]Fenghua Song.CEO longevity and corporate performance: Theory and evidence on the bright and dark sides of leadership continuity[Z]. Job Marketing Paper,2006,

[6]Hermalin Benjamin, Michael Weisbach. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO[J]. American Economic Review ,1998, 88:96~118.

[7]Hambrick D C, Fukutomi G D. The seasons of a CEO's tenure[J]. Academy of Management Review, 1991,16: 719~742.

[8]Holmstrom B, P Milgrom. Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives[J]. Econometrica,1987, 55(2): 303~328.

[9]Houston J, C James. CEO compensation and bank risk: Is compensation structured in banking to promote risk taking? [J].Journal of Monetary Economics ,1995,36: 405~431.

[10]Jensen Michael C, William H Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305~360.

[11]Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top management incentives[J]. Journal of Political Economy ,1990,98, (4): 225~264.

[12]John T A, K John.Top-Management compensation and capital structure[J]. Journal of Finance ,1993,48(3): 949~974.

[13]Kose John , Yiming Qian. Incentive features in CEO compensation in the banking industry[J]. Economic Policy Review,2003, 9(1): 109~121 .

[14]Maretno A Harjoto , Donald J Mullineaux.CEO compensation and the transformation of banking[J]. The Journal of Financial Research, 2003,26(3): 341~354.

[15]Mengistae, Taye, Xu, Lixin C.Agency theory and compensation of CEOs of Chinese state enterprises[J].Journal of Labor Economics ,2004,22: 615~637.

[16]Mishra Chandra S，Nielsen James F.Board independence and compensation policies in large bank holding companies[J].Financial Management，2000，29(3)：51.～69.

[17]R Glenn Hubbard ，Darius Palia.Executive pay and performance evidence from the U.S. banking industry[J.]Journal of Financial Economics，1995，39(1)：105～130.

[18]Ryan Harley，Roy Wiggins. Who is in whose pocket? Director compensation，board independence，and barriers to erective monitoring[J]. Journal of Financial Economics，2004，73：497～524.

[19]Sam Allgood ，Kathleen A Farrell.The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and turnover[J]. The Journal of Financial Research，2000，23(3)：373～390.

[20]Schaefer S. The dependence of the pay-performance sensitivity on the size of the firm [J]. Review of Economics and Statistics，1998. 80：436～443.

[21]Sungho Choi ，Iftekhar Hasan. Ownership，governance，and bank performance：Korean experience[J]. Financial Markets，Institutions and Instruments，2005，14(4)：215～242.

[22]陈学彬，李 翰，朱 晔.完善我国商业银行激励约束机制的SWARM模拟分析[J].财经研究，2003，(9)：68～74.

Analysis on the Sensitive Factors between Executive Officer's Payment and Corporate Performance

SHAO Ping[1]，LIU Lin[1]，KONG Ai-guo[2]

(1.*School of Economics*，*Fudan University*，*Shanghai* 200433，*China*；

2.*School of Management*，*Fudan University*，*Shanghai* 200433，*China*)

Abstract：The executive officer's payment lies on many factors，some of which are subjective factors and others are objective. There is a big difference between financial corporation and manufacturing corporation，and the factors affecting financial corporation are special. This article focuses on the empirical research of the sensitivity between the executive officer's payment and corporate performance in financial area. The result shows that the sensitivity of executive officer's payment is negative to corporate size，debt ratio and volatility of ROA. While there's no significant correlation between executive officer's payment and the independence of directorate，the tenure of CEO，the monitoring from central bank and foreign investor's holding.

Key words：executive officer's payment；corporate performance；sensitivity

（责任编辑：金　澜）