

我国国有企业的综合绩效影响因素研究*

——以2006—2014年沪深国有A股公司为样本

李 焯^{1,2}, 黄速建^{*1}

(1. 中国社会科学院工业经济研究所, 北京 100836;

2. 中国劳动关系学院, 北京 100048)

内容提要: 本文选取2006—2014年沪深两市国有A股上市公司作为样本, 运用面板数据的随机效应模型, 实证分析了在深化国有企业改革的背景下, 高管薪酬、“两职兼任”、国有企业层级、董事会特征、股权集中度、财务杠杆、地域特征等因素对企业综合绩效指标的影响。研究表明, 国有企业高管薪酬的增加与企业综合绩效的提高显著正相关, 但高管持股比例的影响作用并不显著, 且高管两职合一情况的存在对企业综合绩效产生负作用; 地方国有企业比中央企业综合绩效更高; 国有企业若设有薪酬委员会、相对独立的董事会、较高的股权集中度, 均有利于提高企业的综合绩效。在此基础上, 本文提出相关建议, 旨在完善国有企业高管薪酬管理制度, 增强国有企业的市场竞争力, 提高国有资本的运行效率。

关键词: 国有企业; 综合绩效; 影响因素

中图分类号: F276. 1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2016)11—0060—12

一、引言

国有经济是实现国家宏观调控目标的重要载体, 对于整个社会的经济发展发挥重要的作用。而国有企业作为国有经济的重要组成部分, 在关系国计民生的重要行业和领域占据重要地位, 其综合绩效直接决定了国有资产的使用效率, 对社会稳定以及国家的长治久安十分重要。近年来, 随着社会主义市场经济体系的不断建立和完善, 国有企业改革不断深入, 国有企业发展中存在的矛盾也逐渐显现, 如现代企业制度还不健全、企业管理者激励措施受限、市场主体地位尚未真正确立、混合所有制改革不到位等, 这些问题严重影响了国有企业的综合效益。特别是2015年以来, 国有企业的净资产收益率、总资产报酬率明显回落, 盈利能力明显低于

民营企业、外商企业等其他产权属性的企业, 国有企业综合绩效问题备受关注。

2013年11月召开的中国共产党十八届三中全会形成的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》, 以及2015年9月中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》, 将国有企业资产保值增值、提高企业效率与混合所有制改革、完善现代企业制度、国有企业负责人选聘和薪酬制度改革同步考虑, 统筹安排, 提供了政策指导。本文就是在上述背景下, 通过分析高管薪酬、国有企业层级、董事会特征、股权集中度、财务杠杆、地域特征等变量, 探析其对国有企业综合绩效的影响, 旨在为深化国有企业改革提供理论与实践依据。

收稿日期: 2016-09-22

* 基金项目: 国家自然科学基金项目“竞争性国有企业混合所有制改革研究”(71472186); 国家社会科学基金重大项目“国有企业改革和制度创新研究”(15&ZDA026)。

作者简介: 李焯(1988-), 女, 宁夏银川人, 讲师, 管理学博士, 研究领域是企业管理、国有企业改革, E-mail: liyegirl@126.com; 黄速建*(1955-), 男, 浙江开化人, 研究员, 博士生导师, 经济学博士, 研究方向是企业管理、国有企业改革, E-mail: sujian1126@126.com。*为通讯作者。

二、文献综述

1. 高管薪酬与企业绩效的关系

从相关研究中可以发现,国外关于高管薪酬对企业绩效的影响主要围绕高管货币薪酬、薪酬激励计划、薪酬结构等方面展开。Jensen 等(1988)对企业 CEO 薪酬(包括基本薪酬、期权、股权、辞退等变量)与绩效之间的关系进行估计,研究得出 CEO 薪酬每变化 3.25 美元即可引起股东财富变化 1000 美元,但是,由于公共和私人政治势力的强加,限制和降低了高管薪酬支付的敏感性程度;Sigler K J (2011)分析表明,CEO 薪酬与企业净资产收益率有显著的正相关关系,并且企业规模、任期时间是决定 CEO 薪酬水平的重要因素;Houqe N(2011)研究发现,签约奖金、额外休假、特殊办公场所以及公司赞助的俱乐部会员四种不同的高管薪酬激励计划,会对公司整体绩效有积极的影响作用,这些薪酬计划的实施将有助于公司人力资源部门完善组织的行政补偿制度。部分学者认为,高管薪酬结构中股权占比对企业绩效的影响作用更为明显。Mehran (1995)通过对 1979—1980 年随机抽样的 153 家制造业企业高管薪酬结构进行分析,研究发现,高管的薪酬结构比薪酬水平对公司绩效的激励作用更加明显,企业绩效与管理者持有的股权比例和薪酬股权补偿比例呈正相关,并且薪酬股权补偿的机制更广泛地用于外部董事的激励;Newton(2015)探讨了美国大型非营利机构中的高管薪酬、公司绩效以及治理质量之间的关系,研究发现,CEO 与员工的相对工资率、消费的福利与非营利组织的治理质量指标呈显著的负相关。另外,他还研究得出与“薪酬—绩效”假说相反的结论,即高管相对员工的薪酬比例和非营利组织绩效有显著的负相关关系。

国内针对高管薪酬与公司绩效之间的关系也展开了丰富的讨论,主要集中在高管货币薪酬、高管持股比例以及薪酬差距等方面。Firth M 等(2006)研究表明,当国家为企业的最大股东时,高管工资与企业绩效无关,否则,高管薪酬与企业绩效呈正相关关系,这一差异是由不同的现金流权导致的;夏宁(2013)研究表明,高管显性薪酬能起到激励经理、提高企业价值的作用,同时,所有权性质会对高管薪酬、企业分红和企业绩效的关系产生影响;张艳玲(2013)研究得出高管层内部一定的薪酬

差距对企业绩效具有促进作用,并认为独立董事、监事会效能失灵、高管持股比例过低,是造成现阶段我国高管团队内薪酬差距畸高的主要原因;林浚清(2003)以我国上市公司为例,研究得出高层管理人员薪酬差距和公司未来绩效具有显著的正向关系,该结果对薪酬激励的锦标赛理论进行了验证,并提出可以通过公司治理结构改革,适当提高薪酬差距,以维持足够的锦标赛激励能量。国内外学术界对高管薪酬与企业绩效关系的研究起步较早,但关于高管薪酬与企业绩效二者之间的关系作用如何,尚未取得一致结论。

2. 公司治理结构与企业绩效的关系

在国外的研究文献中,对董事会结构、经理层结构等公司治理与企业绩效的关系进行了探讨。在国有企业总经理与董事长的“两职兼任”与企业绩效之间的关系方面,Berg & Smith(1978)研究表明,除特殊行业外,“两职兼任”与公司的投资报酬率呈负相关;Brickley 等(1997)研究表明,“两职兼任”会降低信息共享成本、激励成本,公司绩效水平更高。在独立董事和企业绩效的关系方面,Rosenstein & Wyatt(1990)研究表明,公司独立董事与公司绩效呈显著的正相关。在设立薪酬委员会与公司绩效关系方面,Thorley(1995)研究表明,聘请薪酬顾问、由外部董事参与薪酬委员会决策以及鼓励董事会从外部董事提名等方式,有助于改善企业的财务绩效。

在国内的研究文献中,在“两职兼任”与企业绩效之间的关系方面,吴淑琨等(1998)研究表明,两职兼任与否与公司业绩水平之间并不存在显著的关系;吴淑琨(2002)、李常青(2004)研究发现,“两职兼任”将降低公司的绩效水平;胡铭(2002)研究表明,“两职分离”有助于上市公司业绩水平的提高。在独立董事和企业绩效的关系方面,胡勤勤、沈艺峰(2002)研究表明,独立董事制度对我国上市公司业绩水平无显著改善作用;谭劲松、李敏仪(2003)研究表明,独立董事在董事会中的比例与企业绩效之间存在正相关关系;娄权(2004)研究表明,独立董事在一定程度上能够提高公司会计盈余的稳健性;魏成龙(2009)研究表明,我国独立董事制度与公司绩效不存在显著正相关。在设立薪酬委员会与公司绩效关系方面,高文亮(2011)以 2001—2008 年上市公司为样本开展研究,结果表

明,国有企业薪酬委员会的设置与公司绩效正相关。

3. 股权结构与企业绩效的关系

国外的研究主要从企业的股权集中度等方面展开理论探讨和实证分析。Demsetz & Lehnk (1985)以1981年美国511家上市公司为研究样本,认为公司绩效和股权集中度之间不存在显著的相关性;Karim(2010)等通过建立联立方程组模型,研究得出股权集中度与公司绩效之间存在显著的正相关关系;Hu(2008)运用面板数据模型的格兰杰因果检验方法,分析了股权集中度与企业绩效之间的关系,并考虑投资和财务杠杆作用,构建联立方程组模型,研究结论表明,股权集中度对当期及后期的公司绩效有着显著的影响作用,股权集中度与公司绩效呈现U型关系,这与股东的收益效应和监管效应是一致的;Ongore(2011)利用代理理论对肯尼亚上市公司数据进行分析,认为股权集中度与公司绩效呈负相关关系。

国内对于相关内容的研究,主要从企业所有权特征、企业财务特征等方面分析了企业特征与公司绩效之间的关系。苏武康(2003)认为,公司股权结构中控股股东的存在有助于公司绩效的改善,股权集中度与公司绩效呈正相关关系,保持股权的适度集中,有利于提高我国上市公司整体绩效和长远发展;肖淑芳(2012)运用联立方程组模型,分析了股权激励水平、股权集中度和公司绩效三者之间的关系,研究得出股权激励强度越高,股权集中度越低,但二者对公司绩效的影响作用不显著;高明华(2001)对最大股东、前三大股东、前五大股东持股比例与公司绩效之间的关系进行了偏相关分析,结果表明,股权集中度与公司绩效之间不相关;张欢(2010)分析了不同企业的竞争战略下,财务杠杆和企业绩效之间的关系,研究得出产品差异化和成本领先两种不同竞争战略下财务杠杆与绩效之间呈现的相关性不同,企业所处行业竞争强度越强,财务杠杆对企业绩效的影响越显著;陈小悦、徐晓东(2001)以深交所1996—1999年除金融性行业以外的上市公司为样本开展研究,认为非保护性行业中,第一大股东持股比例与企业业绩正相关。

4. 其他因素与企业绩效的关系

相关研究从其他角度研究了企业绩效的影响因素,如在地区差异对企业绩效的影响机制研究

中,可通过地区化差异引起的市场化程度差异,对企业绩效产生影响。Ades(1999)认为,由于经济发展水平的差异,不同地区的市场化水平有所不同。在市场化水平较低的地区,政府干预较强,国有资产管理部門与经理人之间的信息不对称问题较严重;而当市场化水平提高时,政府对企业的干预会减少,从而股东更容易辨识经理人的努力程度,经理人的腐败行为也可能减少,从而提升企业的经营绩效。林毅夫(2004)认为,国有企业承担着扩大就业、维护社会稳定的政策目标,在信息不对称的情况下,政策性负担将导致国有企业经理的道德风险,进一步导致国有企业的低效率;而当市场竞争达到一定程度时,政策性负担必然引起国有企业的预算软约束。

综观已有文献可知,国内外关于国有企业绩效的研究比较丰富,但已有研究多数将国有企业与非国有企业进行对比分析,而引入国有企业行业类型及所有制形式的分类,探究高管薪酬和特征、企业特征等变量对企业经营绩效影响的实证研究并不多。因此,本文试图研究高管货币薪酬、薪酬结构、任职特征、企业董事会特征、所有权关系、财务特征以及地域特征等因素对企业绩效的影响作用,从而提出相关建议。

三、理论假设

1. 高管薪酬对企业综合绩效的影响

在国有企业中,高管薪酬主要包括高层管理人员的货币报酬总额(包括基本工资、各项奖金、福利、补贴、住房津贴及其他津贴)以及股权薪酬。货币薪酬对企业中高层管理人员的经营管理工作有较大的激励作用,依据“委托代理理论”,当企业所有者与企业经营者之间存在信息不对称时,为了减小由于“道德风险”和“逆向选择”所带来的代理成本,通常由“薪酬——绩效”契约将企业经营者的报酬和企业经营绩效联系起来,企业高管势必将会更加努力地经营管理公司,通过提升公司综合绩效来提高自身的货币报酬。由此可见,高管薪酬一般会对企业综合绩效有积极作用。在高管的股权激励方面,“股权激励理论”认为,高管人员持股不仅可以使代理人和委托人的利益趋同,还可以将高管个人利益与公司长期发展联系在一起,高管持股比例的增加属于一种有效的长期激励方式,可避免高管

人员的短期行为。因此,本文提出如下假设:

H_1 :在高管薪酬与企业绩效的关系方面,高管的货币薪酬对企业综合绩效有显著的积极促进作用;薪酬结构中股权激励的占比份额提高,对企业综合绩效的影响作用为正。

2. 高管任职情况对企业综合绩效的影响

现代股份公司中,董事会由股东投票选举产生,从事日常经营和监督活动,股东作为资金委托方、董事会作为资金受托方,构成了第一层代理关系;董事会再聘请职业经理人和其他管理人员来进行公司日常活动的经营管理,决策权和执行权的分离使董事会与经理层之间形成了第二层代理关系。在国有企业实际经营过程中,存在高管兼任董事长和总经理的现象较多,主要因为,一方面,能够降低公司内部的代理成本;另一方面,公司经理层向上进入董事会,是对经理层的一种晋升激励。然而,良好的公司治理机制要求董事会对经理层进行有效监督,以避免由于自身利益而忽视公司的长期利益,使公司战略未达到最优,最终损害公司的业绩以及长期价值。由此可见,董事会与经理层兼任会影响公司的业绩和价值。因此,本文提出如下假设:

H_2 :企业高管在董事长和总经理的“两职兼任”情况扩大了高管对于企业的控制权力,会对公司综合绩效造成一定程度的阻碍作用。

3. 国有企业层级对企业综合绩效的影响

按照国有资产管理权限划分,当前国有企业主要分为中央企业和地方企业两类。在实际中,中央企业只对于特定地方的就业、经济发展、社会稳定、财政盈余、银行贷款导向、个人晋升等方面有着较为重要的作用,而相对中央企业而言,地方国有企业在当地政府的支持下,更有动力发展本地企业和地方经济,推进当地国有企业的市场化、国际化进程。由此可见,地方国有企业综合绩效要优于中央企业。因此,本文提出如下假设:

H_3 :中央企业与地方国有企业的综合绩效有一定差异,地方企业绩效优于中央企业。

4. 董事会特征对企业绩效的影响

企业中薪酬委员会的设立源于“公平理论”,该理论主要是指个人往往关心自己所得报酬的相对量,并且通过比较来确定自己所获报酬是否公平合理,同时,个人报酬的比较结果将影响未来的工作实践。在企业实际经营中,设有薪酬委员会的国有

企业主要制定公司董事及经理人员的绩效考核标准、薪酬计划与方案,并对公司薪酬制度执行情况进行监督。并且,企业中设立薪酬委员会,可以将高管薪酬与公司综合绩效有机结合,避免高管薪酬过高或者过低现象的出现,同时,也可以减少经理因薪酬的不公平感而产生损害股东利益的行为,进而促进公司绩效的增长。基于此,本文认为,在国有企业中设立薪酬委员会,对企业综合绩效产生积极的促进作用。

董事会的独立性一般由独立董事占董事会人数的比例决定,国有企业中董事会的独立性在很大程度上决定了公司董事会的监督能力。虽然独立董事属于董事会成员,但却可以独立履行职责,上市公司的主要股东、实际控制人或者其他与上市公司存在利害关系的单位或个人并不能直接影响独立董事的工作,因而能够更好地保护公司的整体利益。此外,独立董事也有责任和义务控制高级管理人员的薪酬,可以减少内部人控制的机会,并能依据企业绩效对高管的薪酬提出调整建议,使企业中过高的薪酬水平得以控制。由此可见,国有企业中董事会的相对独立性越强,对企业综合绩效会带来正向的影响作用。因此,本文提出如下假设:

H_4 :在国有企业中设立薪酬委员会,对企业综合绩效产生积极的影响作用;董事会的相对独立性,会对企业综合绩效带来正向的促进作用。

5. 股权集中度及财务杠杆对企业综合绩效的影响

股权集中度一般以“第一大股东持股比例”来衡量,这一指标反映了公司的股权分布状态,其也是反映公司稳定性强弱的重要指标。股权越集中,大股东参与企业管理改善的动机和能力就会越强,能够通过参与对高管的监管机制、薪酬机制以及晋升机制的改进和完善,进而影响公司的综合绩效。对于中国现行的市场环境和法律制度而言,较高度度的集中控股是一个有效的公司治理结构,随着股东对公司管理控制权的增大,会由消极的激励功能转化为积极的治理功能。那么,本文认为,企业中股权集中度的增加会对企业综合绩效有正向的促进作用。

财务杠杆由企业总负债和总资产的比值来体现,主要反映出债务对投资收益的影响作用。在国有企业中,经营战略和融资决策对公司的投资行

为具有重要影响,财务杠杆通过影响企业的投资行为进而对公司的综合绩效产生一定的作用。这种作用既有正向的治理效应,又存在负向的治理效应。究其原因,一方面,财务杠杆的增加,会通过降低筹资成本、增加对企业过度投资的约束而发挥其正向的治理效应,有助于提升公司绩效;另一方面,财务杠杆与财务风险并存,未来收益的不确定性使借入资金必然承担一部分经营风险,公司采取的多元化经营战略会弱化财务杠杆的相机治理效应,进而又降低公司绩效。所以,企业财务杠杆对企业综合绩效存在一定的影响作用,但作用的方向具有不确定性。因此,本文提出如下假设:

H₃:在企业中,股权集中度与企业绩效有正向的影响作用,股权集中度越高,企业综合绩效越好;企业财务杠杆通过影响企业投资会对企业综合绩效产生一定的影响作用,但影响方向不确定。

6. 地域特征对企业综合绩效的影响

我国在经济转型过程中呈现的区域发展不均衡现象较为明显,不同的地区由于经济发展水平、资本积累方式、市场化进程的差异,导致不同区域国有企业的企业综合绩效也存在一定的差异。东部沿海开放地区由于经济发展水平较高,市场化程度较高,主要分布涉及互联网、金融、通信等高新技术产业的国有企业较多,这些企业中高管的薪酬一般较高,并且企业人员的管理激励机制与国际化接轨,因此,企业综合绩效相对较好。而中部和西部地区正处于经济转型阶段,受到国内经济增速放缓以及经济结构升级调整的影响,发展相对缓慢,市场化程度较低,并且分布在中西部地区的企业多为冶金、钢铁、煤炭、化工、纺织这些传统的制造行业,高管的薪酬水平较低,因此,国有企业的综合绩效也相对较差。由此可见,地域特征可能会对企业综合绩效有一定的影响作用。因此,本文提出如下假设:

H₄:地域特征对企业综合绩效可能有一定的影响作用,具体表现为,较中部、西部地区而言,经济相对发达的东部地区高管薪酬水平较高,对企业综合绩效的影响作用较大。

四、变量说明、模型设定与描述性统计

1. 变量说明

本文选取 2006—2014 年深沪两市 A 股上市公

司作为样本,并剔除金融行业上市公司、ST 及 PT 股公司、各变量出现极端值的公司,以及剔除非经常性损益的净利润为负值的公司,对上述假设进行检验。数据样本共 9405 个,原始数据均取自 CSMAR 和 WIND 数据库。

(1)因变量说明。企业绩效指标。企业绩效主要表现在企业的盈利能力、股东收益以及未来发展等方面,本文参考刘绍妮(2013)等人的研究,运用总资产净利润率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)以及每股收益(*EPS*)三个指标构建企业综合绩效指标(*PEF*)。其中,总资产净利润率(*ROA*)为净利润与企业资产总额的比率,反映了企业资产综合利用效果及盈利能力的指标;净资产收益率(*ROE*)为净利润与平均股东权益的比率,反映了股东权益的收益水平及企业运用自有资本的效率;每股收益(*EPS*)为净利润与股本总数的比率,反映了每股所能享有的企业净利润或承担的企业净亏损,以及预测企业的成长潜力。本文通过主成分分析法将以上三个指标提取公因子,然后,以每个指标的方差贡献率为权重,加权平均后便得到绩效综合指标(*PEF*)。

首先,对总资产净利润率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)以及每股收益(*EPS*)进行 KMO 检验和 Bartlett 检验,以检验这些反映企业绩效的变量能否运用因子分析进行处理。检验结果 1 所示。

表 1 KMO 和 Bartlett 的检验

取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量		0.763
Bartlett 的球形度检验	近似卡方	1457.090
	df	3
	Sig.	0.000

资料来源:本文整理

表 1 中,对 *ROA*、*ROE* 以及 *EPS* 三个变量进行检验,得到 KMO 值为 0.763,并且 Bartlett 的球形度检验的近似卡方值为 1457.090,对应的 Sig. 小于 0.05,说明这些变量之间有较大的相关性,适合做因子分析。

其次,运用主成分分析的方法进行因子分析。表 2 中,将主成分特征根由大到小排列,按照特征根大于 1 的规则只需提取 1 个主成分,此时,能够解释原始变量的 85.24%。

表 2 主成分列表

成分	初始特征值			提取平方和载入		
	合计	方差的 %	累积 %	合计	方差的 %	累积 %
1	2.557	85.239	85.239	2.557	85.239	85.239
2	0.374	12.458	97.697			
3	0.069	2.303	100.000			

资料来源: 本文整理

如表 2 所示, 因子得分系数矩阵可以将第一个主成分表示为各个变量的线性组合。同时, *ROA*、*ROE* 以及 *EPS* 三个变量的因子得分系数矩阵如表 3 所示。

表 3 成分得分系数矩阵

变量	成分
总资产净利润率 (<i>ROA</i>)	0.338
净资产收益率 (<i>ROE</i>)	0.362
每股收益 (<i>EPS</i>)	0.344

资料来源: 本文整理

由此可知, 经过标准化的 *Z* 绩效综合指标 (*PEF*) 计算公式为:

$$Z \text{ 绩效综合指标 } (PEF) = 0.338 \times Z \text{ 总资产净利润率 } (ROA) + 0.362 \times Z \text{ 净资产收益率 } (ROE) + 0.344 \times Z \text{ 每股收益 } (EPS)$$

(2) 自变量说明。本文选取的自变量主要包括: ① 高管薪酬。本文的高管指总经理 (总裁)、副总经理 (副总裁)、董事会秘书及其他管理人员 (包括董事中兼任的其他高管人员)。高管薪酬包含货币薪酬 (*Top-Pay*) 和薪酬结构 (*Pay-Structure*)。其中, 货币薪酬用国有控股上市公司高管的货币薪酬来反映, 由于可获得的薪酬数据是前三名高管薪酬之和, 故将其平均数取对数表示高管货币薪酬; 薪酬结构用权益薪酬与薪酬总额之比来反映高管的薪酬结构。② 高管任职情况。任职特征用两职兼

任 (*Both*) 衡量, 若总经理兼任董事长, 说明高管对公司的控制权利较大。现代管理理论认为, 两职兼任意味着高管的自我监督, 将增强高管的责任感, 激发工作的热情。当董事长和总经理两职兼任存在时, 虚拟变量取值为 1, 否则取值为 0。③ 国有企业层级 (*Enterprises Level*)。国有企业分为中央企业和地方国有企业, 这两类公司在高管薪酬激励方面存在差异, 因此, 若为中央企业取值为 1, 否则取值为 0。④ 董事会特征。董事会特征由设立薪酬委员会 (*Pay-Committee*) 和董事会独立性 (*Independence*) 两个指标来反映。其中, 薪酬委员会为虚拟变量, 若公司设立薪酬委员会取值为 1, 否则取值为 0; 董事会独立性由独立董事占全部董事人数的比重来反映。⑤ 股权集中度和财务杠杆。本文以“第一大股东持股比例”作为股权集中度 (*Ownership Concentration*) 衡量指标, 数值越高表明股东对公司的控制权越强, 越能监督高管的行为, 同时, 可以减少高管的自利行为从而提升公司绩效。财务杠杆 (*Financial Leverage*) 由资产负债率来反映, 当资产负债率过高时, 高管可能会为了规避财务压力而投资于低效率项目, 使得股东的利益受损, 进而对公司绩效产生影响。⑥ 地域特征。地域特征将样本企业按照所属地区划分为东部、中部和西部, 本文设置东部地区 (*East*) 和中部地区 (*Central*) 为虚拟变量。具体变量说明如表 4 所示。

表 4 变量解释与说明

维度	变量名称	变量定义
高管特征	货币薪酬 (<i>Top Pay</i>)	高管的货币薪酬取对数
	薪酬结构 (<i>Pay Structure</i>)	股权激励强度, 即以权益薪酬与薪酬总额之比
	两职合一 (<i>Both</i>)	虚拟变量, 是否兼任, 若董事长兼任总经理取 1, 否则取 0
企业特征	国有企业层级 (<i>Level</i>)	虚拟变量, 若为中央企业取 1, 否则取 0

维度	变量名称	变量定义
董事会特征	薪酬委员会 (<i>Committee</i>)	虚拟变量,若公司有设立薪酬委员会取 1, 否则取 0
	董事会独立性 (<i>Independence</i>)	独立董事占全部董事人数的比重
股权及财务 杠杆	股权集中度 (<i>Ownership</i>)	以“第一大股东持股比例”作为股权集中度衡量指标
	财务杠杆 (<i>Financial</i>)	总负债/总资产
地域特征	东部地区 (<i>East</i>)	虚拟变量,注册地为东部地区取 1, 否则取 0
	中西部地区 (<i>Central</i>)	虚拟变量,注册地为中西部地区取 1, 否则取 0

资料来源:本文整理

2. 模型设定

为科学研究高管特征、企业特征、董事会特征、股权及财务杠杆等变量对企业综合绩效指标的影响作用,本文运用 2006—2014 年沪深两市国有 A 股上市公司进行分析,主要目的在于控制不可观测的个体异质性,由于企业综合绩效指标不仅与高管薪酬、企业特征、董事会特征以及财务特征等可观测的变量有关,而且也与各地文化、政策实施等不可观察的变量有关,因此,采用面板数据模型具有一定的优点。本文的模型设定形式如下:

$$PEF = \alpha_0 + \alpha_1 Toppay + \alpha_2 Paystructure + \alpha_3 Both + \alpha_4 Level + \alpha_5 Committee + \alpha_6 Independence + \alpha_7 Ownership + \alpha_8 Finance + \beta_i X_i + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

在上式中, *PEF* 表示企业综合绩效指标; *Top-pay* 表示高管的货币薪酬; *Pay-structure* 表示薪酬结构; *Both* 表示两职合一; *Level* 表示国有企业层级; *Committee* 表示薪酬委员会的设立与否; *Independence*

表示董事会独立性; *Ownership* 表示股权集中度; *Finance* 表示财务杠杆; X_i 为控制变量; α_i 为相应自变量的待估系数; β_i 为相应控制变量的待估系数; μ_i 表示不随时间变化的影响因素,称为“个体效应”; ε_{it} 为随机扰动项。

3. 描述性统计

本文对以上选取的变量进行描述性统计分析,分别列出样本数、均值、标准差、最小值和最大值等统计量。本文选用的样本数共 9409 个,其中,因变量绩效综合指标运用因子分析法得到,其标准化后的均值为 0.004。自变量中高管特征包含高管货币薪酬、薪酬结构和两职合一;企业特征由国有企业层级体现;董事会特征包括是否设立薪酬委员会和董事会独立性;所有权及财务特征包括股权集中度和财务杠杆;地域特征通过设置东部地区、中西部地区作为虚拟变量来反映。各变量具体的描述性统计如表 5 所示。

表 5 变量描述统计

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
绩效综合指标	9409	0.004	0.987	-20.588	26.506
货币薪酬	9409	12.627	0.840	8.189	15.468
薪酬结构	9409	0.272	0.437	0	0.645
两职合一	9409	0.087	0.282	0	1
国有企业层级	9409	0.336	0.472	0	1
薪酬委员会	9409	0.764	0.425	0	1
董事会独立性	9409	0.368	0.086	0.091	1
股权集中度	9409	0.252	0.139	0.006	0.758
财务杠杆	9409	57.478	151.448	0.912	9695.932
东部地区	9409	0.555	0.497	0	1
中西部地区	9409	0.254	0.435	0	1

资料来源:本文整理

五、模型估计结果

本文将企业绩效综合指标作为因变量来反映企业绩效,将其余变量作为自变量,进行面板数据模型回归系数估计。由于估计模型中包含虚拟变量,而使用固定效应模型估计则无法显示虚拟变量的系数,因此,本文选用随机效应模型的 GLS 法进

行估计。本文在模型分析之前对选取的变量进行了平稳性检验,检验结果显示,本文选取的变量均符合序列平稳性要求。在此基础上,本文将地域特征作为控制变量,分别加入包含高管特征、企业特征、董事会特征以及所有权与财务特征在内的变量构建模型 1 ~ 模型 4。用 Stata12.1 软件进行回归分析,回归结果如表 6 所示。

表 6 回归分析结果

变量名称	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
货币薪酬	0.159*** (0.014)	0.160*** (0.014)	0.179*** (0.014)	0.190*** (0.014)
薪酬结构	0.002 (0.031)	0.001 (0.031)	0.002 (0.031)	0.001 (0.031)
两职合一	-0.067* (0.039)	-0.065* (0.039)	-0.070* (0.039)	-0.081** (0.039)
国有企业层级		-0.031 (0.030)	-0.040 (0.030)	-0.055* (0.030)
薪酬委员会			0.151*** (0.027)	0.146*** (0.027)
董事会独立性			0.118 (0.120)	0.052*** (0.131)
股权集中度				0.375*** (0.099)
财务杠杆				-0.000 (0.000)
东部地区	0.007 (0.037)	0.005 (0.037)	0.017 (0.037)	0.024 (0.037)
中部地区	0.011 (0.042)	0.011 (0.042)	0.006 (0.042)	0.006 (0.041)
常数项	-2.028*** (0.172)	-2.022*** (0.172)	-2.172*** (0.179)	-2.378*** (0.184)
样本量	9409	9409	9409	9409
R 方	0.351	0.396	0.427	0.453
Wald chi2	148.14***	153.28***	188.93***	222.88***
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源:本文整理

由表 6 中回归分析结果可知,模型 1 ~ 模型 4 的 R^2 分别为 0.351、0.396、0.427 和 0.453,并且模型中系数整体的显著性检验 Wald 卡方值均显著拒

绝系数为零的原假设,说明各个模型的整体拟合结果较好。需要说明的是,在对各个模型的分析中,本文控制了东部地区、中西部地区等地域特征变

量,从模型结果可知,地域特征对企业绩效综合指标的影响并不显著,这与前文中假设 H_0 的观点有所出入,反映出当前我国国有企业绩效在地区方面的差异并不明显。根据表 6 的回归结果可以发现:

1. 高管薪酬因素

首先,在仅加入高管特征的模型 1 中,高管货币薪酬的回归系数为 0.159,并且在 1% 的显著性水平下其对企业绩效综合指标具有显著的正向影响。当加入其他变量之后,货币薪酬的系数随之增大,模型 4 中的系数为 0.190,表明国有企业中高管货币薪酬的提高,对公司综合绩效的激励效应仍然显著存在,这与本研究假设 H_1 中关于高管货币薪酬与企业绩效关系的假设结果一致。其次,由高管持股比例反映的薪酬结构中,薪酬结构的系数为正但不显著,由此可说明,当前国有企业高管持股份额的增加,对公司综合绩效的影响作用并不明显,这与假设 H_1 中关于股权激励与企业绩效关系有正相关关系的假设有出入。经分析,本文认为,主要是由于我国国有企业实施股权激励计划的时间较晚,且对高管持股有严格的政策限制,高管持股占总薪酬的比例过低,使高管缺乏足够的动力关注企业长期价值或股东价值。

2. 高管任职因素

从国有企业 CEO 兼任董事长的情况来看,模型估计结果表明,各个模型中两职兼任变量的系数数值变动不大,在 $-0.065 \sim -0.081$ 之间波动,并且在 10% 的显著性水平下对企业综合绩效指标的影响作用显著为负,与本文中假设 H_2 提出的高管两职兼任与企业绩效的作用关系结论一致。这是由于,在国有企业中,高管薪酬计划一般由董事会决定,公司高管兼任董事长后,对公司的控制权不断增加,但可能导致高管对公司经营能力和业绩的主观评价,从而制定有利于自身利益的薪酬计划,而受到企业绩效的影响程度较小。

3. 国有企业层级因素

本文按照国有资产管理权限将国有企业分为中央企业和地方国有企业。由估计结果可知,模型 4 中国有企业层级的系数为 -0.055 ,对企业综合绩效指标具有显著的负相关作用,这与前文中假设 H_3 提出的观点相同。可以看出,地方国有企业相对于中央企业而言,具有更优的企业综合绩效。

4. 董事会特征因素

通过是否设立薪酬委员会和董事会的独立性两个指标来反映,由模型 4 中回归结果可以看出,二者的系数分别为 0.146 和 0.052,并且对企业综合绩效的影响均显著为正,这对前文中假设 H_4 的观点进行了验证。表明在国有企业中建立薪酬委员会,对企业的经营绩效有明显的促进作用,并且企业的董事会若相对独立,也会对企业的经营绩效有一定的益处。

5. 股权集中度及财务杠杆因素

股权集中度的回归系数为 0.375,且在 1% 的显著性水平下显著为正,这证实了前文中假设 H_5 关于股权集中度对企业绩效有正向影响作用的观点,说明股权集中度越高,企业综合绩效越好。但是,财务杠杆对企业综合绩效指标的影响作用并不明显。主要由于股权集中度相对较高的公司,大股东与公司利益的联系会更为密切,从而加强了股东对高管业绩与薪酬状况的监督力度,有利于提高企业的综合绩效;而在股权集中度分散时,单个股东则会缺乏有效监督的能力。

六、研究结论和建议

1. 研究结论

本文在深化国有企业改革的背景下,实证分析了国有企业综合绩效的影响因素,通过选取 2006—2014 年深沪两市国有 A 股上市公司作为研究样本,运用面板数据的随机效应模型,分析了高管特征、企业层级特征、董事会特征、股权与财务特征等变量对企业综合绩效指标的影响作用。从模型估计结果可知:首先,在薪酬管理方面,国有企业高管薪酬的增加对企业经营综合绩效有着显著的影响;但高管持股比例的增加对企业绩效的作用并不显著。并且,高管的两职合一会对企业综合绩效产生一定的阻碍作用。其次,在企业层级方面,地方国有企业相对于中央企业而言,具有更优的企业综合绩效。第三,在董事会特征方面,建立薪酬委员会的国有企业其综合绩效相对较好。同时,企业的董事会具有相对独立性,也会对企业经营绩效有一定的益处。第四,在股权及财务方面,股权集中度越高,企业综合绩效越好,而财务杠杆对企业综合绩效指标的影响作用并不明显。

2. 政策建议

基于以上研究结论, 本文提出下述相关建议:

(1) 不断健全公司法人治理结构。国有企业中高管作为企业的主要负责人, 由于其担任的职务不同(党委书记、董事长、总经理等), 在企业的管理运营过程中所承担任务也有所差异。完善公司高管的内部结构、建立科学的负责人选聘机制、保持独立董事的独立性、强化国有企业相关负责人的责任意识、在企业中建立薪酬委员会等相关措施, 对国有企业综合绩效的提高有着重要意义。此外, 还要建立对国有企业综合绩效的监管机制, 要切实完善股东大会制度与董事会制度, 引入和利用好职业经理人, 逐渐改变国有企业高管当前在形式上或实质上由行政单位任免的局面, 注重通过经济手段、市场手段等方式推进和调整国有经济的整体布局, 充分发挥市场在资源配置和企业监管方面的决定性作用。

(2) 建立与国有企业类型相适应的差异化薪酬管理制度。国有企业的经营一方面要体现社会职能和公共利益等公益性; 另一方面, 要体现提高企业效率、实现保值增值等商业性。由于中央和地方

政府控股的不同, 在实际的经营过程中也存在着一定的差异。同时, 根据研究结果显示, 不同行业类型及不同国有控股的企业综合绩效有所差异, 因此, 为应对我国国有企业当前所面临的问题, 综合考虑对高管的短期奖金激励和长期股权激励, 按照国有企业行业类型(商业类和公益类)、国有企业控股(中央和地方)、所有制类型(国有独资、国有控股、国有参股)等多种情况, 分类推进国有企业改革, 并精准研究不同国有企业负责人的薪酬管理机制, 建立与国有企业类型相适应的差异化薪酬分配办法, 适当增加奖金在高管报酬中所占的比例, 完善股权激励制度, 并为其提供必要的政策支持和政策环境, 可进一步提高高管的经营积极性, 从而达到提升公司绩效的效果。

(3) 深入推进混合所有制改革, 建立适度集中的股权结构。既要保障国有资本的控股地位, 又要适当引入民间投资、员工持股或股权激励等机制, 保持适当的股权集中度, 充分发挥国有资本大股东的治理作用, 放大国有资本的功能, 有效监督职业经理人, 降低代理成本, 提高公司综合绩效。

参考文献:

- [1] Ades A, Tella R D. Rents, Competition, and Corruption[J]. *American Economic Review*, 1999, 89, (4): 982 - 993.
- [2] Brickley J A, Coles J L, Jarrell G. Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board[J]. *Journal of Corporate Finance*, 1997, (3): 189 - 220.
- [3] Berg S V, S K Smith. CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual vs. Unitary Board Leadership[J]. *Directors and Boards*, 1978, (3): 34 - 49.
- [4] Demsetz H; Lehnk. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences[J]. *Political Economy*, 1985, (9): 69 - 83.
- [5] Firth M, Fung P M Y, Rui O M. Corporate Performance and CEO Compensation in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12, (4): 693 - 714.
- [6] Gibbons R, Murphy K J. Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers[J]. *Industrial & Labor Relations Review*, 1989, 43, (3): 30S - 51S.
- [7] Houqe N. Executive Compensation and Corporate Performance: Evidence from an Emerging Market[J]. *Corporate Ownership & Control*, 2011, 8, (3): 505 - 510.
- [8] Hu Y, Izumida S. Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data[J]. *Corporate Governance An International Review*, 2008, 16, (4): 342 - 358.
- [9] Jensen M. C., Murphy K J. Performance Pay and Top Management Incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1988, 98, (2): 225 - 264.
- [10] Karim A. W., Farooque O A, Zijl T V, et al. Co-deterministic Relationship between Ownership Concentration and Corporate Performance: Evidence from an Emerging Economy[J]. *Accounting Research Journal*, 2010, 23, (2): 172 - 189.
- [11] Mehran H. Executive Compensation Structure, Ownership, and Company Performance[J]. *Journal of Financial Economics*,

1995,38,(2):163-184.

- [12] Newton A. N. Executive Compensation, Organizational Performance, and Governance Quality in the Absence of Owners[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 30, (C): 195-222.
- [13] Ozkan N. Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2007, 17, (5): 349-364.
- [14] VO Ongore. The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis of Listed Companies in Kenya[J]. African Journal of Business Management, 2011, 5, (6): 2120-2128.
- [15] Rosenstein J. S., Wyatt G. Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26, (2): 1-24.
- [16] Sigler K J. CEO Compensation and Company Performance[J]. Business & Economics Journal, 2011, (BEJ31): 1-8.
- [17] Thorley Hill N, Stevens K T. CEO Compensation and Corporate Performance[J]. Journal of General Management, 1995, 20, (4): 65-67.
- [18] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 北京: 经济研究, 2005, (2).
- [19] 陈信元, 陈冬华, 万华林, 等. 地区差异、薪酬管制与高管腐败[J]. 北京: 管理世界, 2009, (11).
- [20] 陈小悦、徐晓东(2001)股权结构、企业绩效与投资者保护[J]. 北京: 经济研究, 2001, (11).
- [21] 代彬, 刘星, 郝颖. 高管权力、薪酬契约与国企改革——来自国有上市公司的实证研究[J]. 西安: 当代经济科学, 2011, (4).
- [22] 杜胜利, 翟艳玲. 总经理年度报酬决定因素的实证分析——以我国上市公司为例[J]. 北京: 管理世界, 2005, (8).
- [23] 高明华. 中国企业经营者行为内部制衡与经营绩效的相关性分析——以上市公司为例[J]. 天津: 南开管理评论, 2001, (5).
- [24] 高文亮, 罗宏. 薪酬管制、薪酬委员会与公司绩效[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2011, (8).
- [25] 胡铭. 我国上市公司董事会与经营绩效的实证研究[J]. 长春: 吉林财税高等专科学校学报, 2002, (4).
- [26] 胡勤勤, 沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩[J]. 北京: 世界经济, 2002, (7).
- [27] 李礼, 郝臣. 我国上市公司绩效与财务杠杆之间关系的区域差异研究[J]. 昆明: 经济问题探索, 2005, (5).
- [28] 李常青, 赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗? [J]. 北京: 金融研究, 2004, (5).
- [29] 罗宏, 宛玲羽, 刘宝华. 国企高管薪酬契约操纵研究——基于业绩评价指标选择的视角[J]. 上海: 财经研究, 2014, 40, (4).
- [30] 娄权. 独立董事是否提高会计盈余的稳健性——来自沪深股市的经验证据[J]. 武汉: 财会通讯: 综合, 2004, (9).
- [31] 陆岷峰, 陆顺. “国薪”改革应坚持价值规律定价原则——兼论国企高管薪酬改革的策略选择[J]. 天津商务职业学院学报, 2015, (1).
- [32] 林毅夫, 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 北京: 经济研究, 2004, (2).
- [33] 刘春, 孙亮. 薪酬差距与企业绩效: 来自国企上市公司的经验证据[J]. 天津: 南开管理评论, 2010, (2).
- [34] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构[J]. 北京: 经济研究, 2003, (4).
- [35] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 北京: 经济研究, 2010, (11).
- [36] 苏武康. 中国上市公司股权集中度与公司绩效实证研究[J]. 成都: 经济体制改革, 2003, (3).
- [37] 唐松, 孙铮. 政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J]. 北京: 管理世界, 2014, (5).
- [38] 谭劲松, 李敏仪. 我国上市公司独立董事制度若干特征分析[J]. 北京: 管理世界, 2003, (9).
- [39] 吴淑琨. 董事长和总经理两职状态的实证检验[J]. 深圳: 证券市场导报, 2002, (3).
- [40] 吴淑琨, 刘志明等. 非执行董事与公司绩效的实证研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2001, (9).
- [41] 魏成龙, 郑军. 中国独立董事制度与公司绩效的关系——基于中国医药制造业上市公司2003—2008年数据的分析[J]. 北京: 经济管理, 2009, (9).
- [42] 肖淑芳, 金田, 刘洋. 股权激励、股权集中度与公司绩效[J]. 北京理工大学学报: 社会科学版, 2012, (3).
- [43] 夏宁, 刘淑贤. 高管薪酬、企业分红与企业绩效关系研究[D]. 济南: 山东财经大学, 2013.
- [44] 张欢. 基于竞争战略的财务杠杆与企业绩效关系的研究[D]. 南京理工大学, 2010.
- [45] 张艳玲. 高管团队内薪酬差距与公司绩效关系研究[D]. 长沙: 湖南大学, 2013.

Influence Factors Analysis on Comprehensive Performance of the State Owned Enterprises in China

—Evidence from State-owned A-share Listed Companies

LI Ye^{1,2}, HUANG Su-jian¹

(1. Institute of Industrial Economics of CASS, Beijing, 100836, China;

2. China Institute of Industrial Relations, Beijing, 100048, China)

Abstract: The State-owned economy is an important carrier to achieve the national macro-control objectives, and the State-owned enterprises as a significant part of State-owned economy, which determines the efficiency of State-owned assets directly. With the deepening of the state-owned enterprises classification reform, executive compensation system reform and the mixed ownership reform, what factors have effect on the comprehensive performance of State-owned enterprises? Can the current enterprise management system improve enterprise performance effectively? Therefore, the study attempts to introduce different level of enterprises, different job characteristics of corporate executives and other related variables, to analyze the influence factors of corporate performance.

By selecting listed sample companies of State-owned A-share market between 2006 and 2014 in Shenzhen or Shanghai Stock Exchange, a Random Effect Model was applied to analyze the effects of the variables on the corporate performance, such as the executive characteristics, corporate characteristics, the directorate characteristics, the equity and financial characteristics. The main conclusions of the study include: Firstly, in terms of executive characteristics, the increase of executive compensation in the state-owned enterprises has a positive effect on the comprehensive performance of the enterprise, while the impact of executive shareholding ratios on enterprises performance is ambiguous. And the impact of Chairman- CEO duality plays a negative role on enterprises performance. Secondly, from the aspect of the enterprise characteristics, we illustrate that comprehensive performance of commercial state-owned enterprises is better than that of public-welfare state-owned enterprises, and the state-owned enterprises controlled by local government have better corporate performances than that of central government controlled. Thirdly, in terms of characteristics of the Board, the state-owned enterprises with a Remuneration Committee, and a relatively independent board of directors are conducive to improve the operating performance of the enterprises. And finally, in terms of equity and finance, a higher degree of ownership concentration can improve the overall performance of the state-owned enterprises. However, financial leverage has no obvious effect to overall performance of the enterprises.

On this basis, three concrete suggestions are put forward to improve the executive compensation management system, enhance the market competitiveness of state-owned enterprises and improve the operational efficiency of state-owned capital. Firstly, improve the internal management structure of the company executives, strengthen the sense of responsibility of executives in the State-owned enterprises; establish and improve the salary management system of the state-owned enterprises, especially considering the short-term bonus incentive and long-term equity incentive comprehensively. Secondly, improve the classification system of state-owned enterprises and establish a differentiated salary distribution approach to adapt to the different types of state-owned enterprises to improve enterprise management efficiency. And finally, strengthen the reform of mixed ownership of the state-owned enterprises, and combining different levels of state-owned enterprises for management to enhance the enthusiasm of employees and market competitiveness of enterprises. Establish a supervision and management mechanism for the operating performance of the state-owned enterprises by improving the system of shareholders and the board of directors, making good use of professional managers, and give full play to decisive role of the market in the allocation of resources and corporate governance.

Key Words: state owned enterprises; comprehensive performance; influence factors

(责任编辑:鲁 言)