

# 上市公司实际控制人对高管薪酬的影响研究

——基于2012年房地产公司的实证检验

王冰

(福建江夏学院 会计学院,福建 福州 350108)

**[摘要]** 文章选取2012年122家房地产上市公司作为研究对象,分析发现国有控股公司与民营控股公司在高管薪酬与实际控制人控股比例上没有明显区别,说明在市场化薪酬改革较前沿的房地产上市公司中国有控股公司与民营控股公司已经站在同一水平线上。实际控制人的控股比例在控制了公司规模和绩效的情况下与高管薪酬负相关,在实际控制人控股比例低的情况下,内部人控制现象存在。同时,文章验证了高管薪酬与公司规模和公司绩效正相关,但与公司绩效的正向关系并不稳定。

**[关键词]** 上市公司; 实际控制人; 高管薪酬; 房地产公司; 公司绩效; 公司规模

**[中图分类号]** F832.48 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2013)06-0052-05

中国的上市公司大多脱胎于国有企业,只有近几年深圳市场中小板和创业板开板以来,上市民营企业才越来越多。国有企业经过公司化改造后,管理制度已渐渐现代化,但仍有不少观点认为中国国有企业市场化进程太慢,甚至出现国进民退的现象。通常人们认为国有企业由于具有平均主义思想,高管的薪酬要比民营企业低,随着中国公司薪酬制度改革的深入,在上市公司中富有活力的市场化薪酬制度逐渐建立,但这是个别还是普遍现象,能否得到实证支持呢?国有和民营控股上市公司对高管薪酬激励是否有较大不同?本文从实际控制人的角度来研究公司高管薪酬,试图找出实际控制人对高管薪酬的影响情况。房地产业作为中国过去十多年来快速发展的支柱产业,利润率较高,国资和民资都可相对自由进入,市场化较为充分,我们希望通过分析房地产行业的实际控制人与高管薪酬的关系,为中国高管薪酬的影响因素研究提供新的证据。

## 一 国内外研究综述

控股股东通常利用各种各样的控制链条和手段控制上市公司,上市公司的控制人有时候会扑朔迷离,因此,研究实际控制人变得非常重要。La Porta提出了“终极产权论”<sup>[1]</sup>,之后许多学者对产权理论进行了研究。夏立军、方铁强(2005)利用上市公司披露的信息按终极控制人将上市公司分为非政府控

制、县级政府控制、市级政府控制、省级政府控制以及中央政府控制五类<sup>[2]</sup>。辛清泉、林斌、王彦超研究发现国有上市公司高管的薪酬要明显低于私人控制的公司<sup>[3]</sup>。刘星、安灵研究发现中央控制的上市公司和私人控制的上市公司投资绩效显著高于地方政府控制的上市公司<sup>[4]</sup>。

许多学者也在高管薪酬方面进行了研究,一些学者的研究表明公司绩效越好,高管薪酬越高<sup>[5]</sup>。Takao & Katsuyuki (2006)等研究发现高管薪酬与公司绩效不存在显著相关性<sup>[6]</sup>。Pieter eta. (2008)研究发现荷兰上市公司的高管薪酬与公司绩效之间没有显著的正相关关系<sup>[7]</sup>。我国的学者对高管薪酬的影响因素进行了大量研究,他们发现公司绩效、公司规模和大股东持股比例会影响高管薪酬。李兴江(2013)研究了207家民营上市公司,发现产权清晰、市场导向的民营上市公司的高管薪酬与公司绩效等因素呈正向关系<sup>[8]</sup>。

综上所述,国内外学者认为上市公司高管薪酬影响因素较多,与大股东持股比例的关系不确定。在股权结构的研究中,缺少对控股股东与高管薪酬的研究,大量的研究集中在大股东持股上,而大股东与控股股东并不相同,有些公司的大股东并不是控股股东,另一些公司有大股东但根本没有控股股东,因此,研究股权结构与高管薪酬的关系以控股股东

**[收稿日期]** 2013-10-28

**[基金项目]** 福建省自然科学基金项目“覆盖决策信息系统理论及其在复杂系统决策中的应用”资助(编号:2013J01265)

**[作者简介]** 王冰(1977-),男,湖南长沙人,福建江夏学院会计学院讲师,福州大学会计学专业博士研究生。

为研究对象更为合理。本文的特色和创新是以房地产上市公司为样本,研究控股股东对高管薪酬的影响。

## 二 研究设计

### (一) 研究假设

基于国内外研究现状,我们提出以下假设:

假设1:实际控制人的性质影响高管薪酬。在国有控股的上市公司中,由于所有者缺位,平均主义思想根深蒂固,所以国有控股公司的高管薪酬与民营控股的高管薪酬会显著不同,通常国有控股公司的薪酬会低于民营控股的公司。

假设2:国有房产上市公司实际控制人控股比例与民营企业实际控制人控股比例存在显著差异。由于历史原因,上市公司中大多数较大公司来源于以前的国有企业,国资委和政府部门害怕失去控制权,初始控股比例都较高。随着近年来降低国有控股公司国有资本比例的政策的实行,国有控股公司的控股比例已经有所下降。另有国进民退思想的发展,使国有资本控股又有回头之势,因此假设国有控股与民营控股比例有差异。

假设3:高管薪酬与实际控制人控股比例负相关。控制人控股比例越高,对公司的控制力就越强,反之,高管等内部人对公司的控制力越强,他们会利用对公司的控制力为自己谋利益,而较高的薪酬就是其中之一。

假设4:高管薪酬与公司规模正相关。公司规模越大,公司的人员和资源越多,管理难度也就越大,从劳动强度来看管理者的薪酬应该越高,另外,规模大的公司也越有资源来为管理者发高薪酬。

假设5:高管薪酬与公司绩效正相关。为了解决管理层与股东的委托代理问题,现代薪酬制度越来越广泛的被建立起来,管理者的薪酬也通过契约的形式与公司绩效相挂钩,在这种趋势下,公司的绩效越好,高管薪酬越高。

### (二) 数据来源

实证研究的财务数据、股东数据和高管薪酬数据来源于同花顺 iFinD 和国泰安 CSMAR 数据库,行业选择新证监会行业分类 153 家房地产公司,为避免极端数据去除 2012 年为特别处理(ST)的股票和 B 股上市公司,同时经手工整理、核对上市公司年报,去除主营业务不是房地产开发、销售和房地产主营业务占比不到 50% 的公司,最终得到两市 A 股样本 122 家,其中沪市 63 家,深市 59 家上市公司。实证使用的上市公司控股股东控股比例和性质的数据来源于上市公司年报,经手工整理而来。

### (三) 变量指标设计

我们考察控股股东控股比例与高管薪酬的关系,设定高管薪酬为被解释变量,控股股东控股比例为解释变量,为了去除其他主要因素的影响,选择净资产收益率、营业总收入和公司资产总额三个变量为控制变量(表 1)。

1、高管薪酬。上市公司高管包括董事长、董事、总经理、副总经理以及其他一些高级管理人,这些管理人的薪酬称为高管薪酬。我们采用前三名高管薪酬总额的对数作为变量,全部高管年度薪酬总和的对数作为稳定性检查变量。薪酬不考虑股权和期权激励等非现金薪酬。

2、控股股东控股权比例。我们采用控股股东控股比例作为股权分散与集中的衡量指标,这一比例从年报数据的公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图中得到,采用实际控制人与上市公司股权关系链上或若干股权关系链中最弱的一层或最弱的一层的总和的计算方法。

3、公司绩效。我们采用重要的财务指标作为代表,选择加权净资产收益率(ROE)作为衡量指标,每股收益(EPS)作为稳定性检验。

4、公司规模。国外的研究很多采用公司总市值作为规模的代表,考虑到我国资本市场不完善,波动幅度较大,资产合理定价能力不强,我们采用资产总额的对数指标作为代表,营业总收入的对数作为稳定性检验。

表 1 变量描述

变 量	变量指标	指标简称
高管薪酬	前三名高管薪酬总额、高管年度报酬总额(被解释变量)	SAL <sub>3</sub> 、ASAL
控股比例	控股股东控股权比例(解释变量)	COL
公司绩效	加权净资产收益率、每股收益(控制变量)	ROE、EPS
公司规模	资产总额(控制变量)、营业收入总额	ASS、REV

#### (四)模型设计

对前两个假设,本文采用均值比较法。对于后三个假设本文采用最小二乘法进行多元线性回归,根据以上的假设和变量设计,我们构建如下高管薪酬与实际控制人控股比例的多变量回归模型:

$$\text{LnSAL}_3 = \beta_0 + \beta_1 \times \text{COL} + \beta_2 \times \text{LnASS} + \beta_3 \times \text{ROE} + \varepsilon$$

模型中  $\text{SAL}_3$  为被解释变量,反映高管年度薪酬情况;COL 为解释变量,是控股股东控股比例;ASS、REV 和 ROE 分别代表控制变量资产总额、营业收入总额和加权净资产收益率; $\beta_0$  为截距项, $\varepsilon$  为随机误差项。

另外设置稳健性检验模型:

$$\text{LnASAL} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{COL} + \beta_2 \times \text{LnASS} + \beta_3 \times \text{ROE} + \varepsilon$$

$$\text{LnSAL}_3 = \beta_0 + \beta_1 \times \text{COL} + \beta_2 \times \text{LnASS} + \beta_3 \times \text{EPS} + \varepsilon$$

$$\text{LnSAL}_3 = \beta_0 + \beta_1 \times \text{COL} + \beta_2 \times \text{LnREV} + \beta_3 \times \text{ROE} + \varepsilon$$

### 三 实证结果及分析

#### (一)描述性统计

1、实际控制人性质描述统计。房产上市公司中

国务院国资委及其他部委控股的 10 家,地方国资委控股的 45 家,地方政府控股的 6 家,实际控制人为国有性质的上市公司 61 家,占比合计达 50.0%。民营控股的公司 55 家,占比 45.1%。外资控股的公司两家,分别是中国国贸和阳光股份。万科、华联控股、金地集团、保安地产 4 家公司由于股权比较分散,他们的年报自身认定为无控股股东。可见在房地产公司中,政府控股企业与其他资本控股企业数量相差不大,但政府占五成的比重,表明政府在房地产中的利益较高。全部房地产上市公司(除去 4 家无实际控制人的公司)实际控制人控股比例平均值为 44.81%,说明房产上市公司的控股比例较高。

2、高管薪酬描述统计。如表 2 所示,董事长以及前三名董事的年薪中值和均值都低于总经理和前三名高管的薪酬,极大值都高于总经理和前三名高管。不在公司领薪酬的我们标注为缺失,这些不在上市公司领取薪酬的高管通常在股东单位领,可见,上市公司中董事长不在公司领薪酬的多达 37 家,总经理有 7 家。较多的上市公司董事长和总经理薪酬在股东单位领取说明上市公司人员不独立的现象较为严重。因此使用董事长和总经理薪酬作为回归分析不可靠,我们选用前三名高管报酬总额和高管年度报酬总额作为研究高管薪酬的指标。

表 2 2012 年高管薪酬描述统计

统计量	薪酬(万元)					
	有效	董事长年薪	总经理年薪	前三名董事年薪额	前三名高管年薪额	高管年薪总额
N	有效	85	115	122	122	122
	缺失	37	7	0	0	0
	均值	133.71	109.87	267.32	270.76	795.22
	中值	77.00	75.00	171.87	192.06	461.46
	标准差	208.40	147.16	389.49	331.53	1189.50
	全距	1557.00	1362.16	3569.00	3056.63	10663.63
	极小值	3.00	5.84	9.00	11.37	35.37
	极大值	1560.00	1368.00	3578.00	3068.00	10699.00

#### (二)均值比较

在扣除 2 家外资和 4 家无控股股东的公司后,我们对国有控股和民营控股公司进行均值比较(如表 3),只有实际控制人控股比例、加权 ROE 和资产总额的 levene 检验的  $\text{sig} < 0.05$ ,其他变量的 T 检验都通过了方差齐性检验。从均值 T 检验来看,实际控制人控股比例、前三名高管年度报酬总额和加权 ROE 的双侧 Sig 分别为 0.798、0.954 和 0.44,都没

有通过 5% 的显著性检验,因此,否定了假设 1 和假设 2。EPS、资产负债率、总资产和营业总收入也没有通过 5% 的显著性检验,说明国有控股和民营控股在这些方面已经基本没有区别。究其原因有以下几点:(1)国家近年来对非关系国家命脉行业和控制权放松,房地产行业民营进入较为充分。(2)在同一个行业中,国有与民营高管的薪酬已经平衡,反映中国国有控股公司绩效改革已经基本见

效。另外,从 ROE 和 EPS 来看,国有控股公司的业绩与民营控股公司区别不大,ROE 民营控股较高但 EPS 国有控股较高,当然统计显著性都不强,说明国有控股公司经过多年的改制,已经基本建立了现代

企业制度,经营绩效与民营控股公司差不多。从公司规模来看,国有控股公司的资产总额和营业总收入均值都大于民营控股公司,但只在 8.7% 和 17.5% 的水平上显著。

表 3 均值比较

	组统计量		Levene 检验					均值方程的 t 检验			
	性质	N	均值	标准差	标准误	F	Sig.	t	df	Sig. (双侧)	
实际控制人 控股比例	民营	55	45.26	20.85	2.81	4.47	0.04	0.26	101.12	0.798	
	国有	61	44.37	16.05	2.05						
每股收益 EPS	民营	55	0.33	0.41	0.06	0.02	0.88	-1.29	114.00	0.200	
	国有	61	0.43	0.41	0.05						
加权 ROE	民营	55	11.91	11.50	1.55	13.28	0.00	0.78	87.60	0.440	
	国有	61	10.52	7.03	0.90						
资产负债率	民营	55	61.72	19.34	2.61	1.54	0.22	-0.43	114.00	0.667	
	国有	61	63.15	16.27	2.08						
资产总额	民营	55	10442	12148	1638	4.26	0.04	-1.73	75.14	0.087	
	国有	61	18833	35560	4553						
营业总收入	民营	55	2406	2916	393	2.92	0.09	-1.36	114.00	0.175	
	国有	61	4206	9388	1202						
前三名董事报酬总额	民营	55	241	202	27	0.00	0.96	0.66	114.00	0.509	
	国有	61	214	242	31						
前三名高管报酬总额	民营	55	235	188	25	0.09	0.76	-0.06	114.00	0.954	
	国有	61	237	202	26						

### (三)模型回归结果

我们对 122 家房产上市公司进行回归,回归结果如表 4 所示,对于无控股股东的公司,我们用第一大股东持股比例代替控股股东控股比例。从方差检验来看,模型通过了  $F$  检验,说明模型的整体回归效果较好。从回归系数来看,实际控制人控股比例的偏相关系数为负, $P$  值为 0.023,通过了 5% 的显著性检验,接受假设 3,说明前三名高管薪酬与实际控制人控股比例负相关,即实际控制人控股比例越低,前三名高管薪酬越高。ROE 和对数资产总额的偏相关系数为正, $P$  值分别为 0.011 和 0.000,显著性很强,接受假设 4 和假设 5,说明前三名高管薪酬与 ROE 和对数资产总额正相关且非常显著。另外,我们还使用 2011 年的 ROE 替代 2012 年进行回归(限于篇幅,分析表未附),发现虽然回归的偏相关系数也为正数,但无法通过 5% 的显著性检验,可见高管年度薪酬与当年的业绩相关,而不是上年。另外,模型容差都大于 0.5, VIF 都小于 2,可见,各变

量之间不存在多重共线问题。

表 4 回归系数

变 量	B	t	Sig.	容差	VIF
intercept	2.049	5.632	0.000		
COL	-0.007	-2.305	0.023	0.861	1.162
ROE	0.017	2.585	0.011	0.753	1.327
LnASS	0.374	8.596	0.000	0.790	1.266
观测值		122			
调整 R <sup>2</sup>		0.482			
$F$		38.46(0.000)			

被解释变量:LnSAL<sub>3</sub>

### (四)稳健性检验

为了保证研究结论的可靠性,我们又分别采用对数薪酬总额替换对数前三名高管薪酬、每股收益替换加权净资产收益率以及对数营业收入总额替换

对数总资产分别进行回归(见稳健性检验模型),发现分别采用对数薪酬总额和每股收益时各偏相关系数的正负方向保持不变,且都通过了5%的显著性检验。而采用对数营业收入总额替换对数资产总额时,ROE没有通过10%的显著性检验(限于篇幅,表格未附)。说明企业的绩效与高管薪酬的正向关系并不稳健。可能的原因是各公司由于所有权结构的不同,绩效与薪酬相关性不是很明显,以营业收入作为影响高管薪酬的规模控制变量可能并不合理,各公司高管薪酬与资产更加相关而非营业收入。

#### 四 结论

根据以上实证检验,我们得出以下结论:(1)房产上市公司高管薪酬与控股股东性质没有显著关系,即国有控股和民营控股公司高管薪酬没有差别。说明我国房产上市公司市场化程度较高,国有控股公司的高管薪酬已经基本与市场接轨,原有平均主义的薪酬制度基本被基于经营绩效的薪酬制度所替代。(2)房产上市公司控股股东的控股权比例与控股股东性质也没有显著不同,即国有控股和民营控股对上市公司控股权比例没有区别。说明国有公司一股独大的现象在房产上市公司中已经不存在,国有控股公司从所有权角度已经基本建立起现代的公司治理体系。(3)房产上市公司的控股权比例与高管薪酬负相关,说明控股公司控制比例越低,控制权越弱,管理者的内部人控制能力越强,从而发给自己的工资越高。(4)房产上市公司高管薪酬与公司规模正相关,公司越大高管管理难度越大,高管薪酬越高。另外,较大的公司,资源的控制力越强,盈利能

力也越强,更有较多的资源来给高管发较高薪酬。(5)房产上市公司高管薪酬与公司绩效正相关,但我们的结论在采用对数营业收入总额时,没有通过显著性检验,因此,并不稳健。

#### [参考文献]

- [1] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [2] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 40-50.
- [3] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007(8): 110-121.
- [4] 刘星, 安灵. 大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J]. 会计研究, 2010(1): 69-78.
- [5] Steven N Kaplan. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States [J]. Journal of Political Economy, 1994, 10(3): 510-546.
- [6] Takao Kato, Katsuyuki Kubo. CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay [J]. Journal of the Japanese and International Economies, 2006, 1(20): 1-19.
- [7] Pieter Duf Jhues, Rezaul Kabir. Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2008, 18(1): 45-60.
- [8] 李兴江, 何晓艳. 经营绩效、资本结构与民营上市公司高管薪酬——基于面板数据的实证分析[J]. 西北师大学报: 社会科学版, 2013(5): 123-128.

## The Research of Actual Controller's Impact on Executive Compensation

——Based on empirical test of 2012 real estate listed companies

WANG Bing

(Jiangxia University, Fuzhou 350108, China)

**Abstract:** This article selects 122 listed real estate companies in the year of 2012 as the research object, and finds that there is no significant difference of executive pay and actual controller in the state-owned holding company and the private holding company. It shows that they are on the same level. The controlling proportion of actual controllers is negatively related to the executive compensation in the control of the company's size and performance. That is to say when the controlling proportion of actual controllers is low there is a phenomenon of insider control. At the same time, it verifies that the executive pay is positively related to company size and corporate performance, but its positive relation with corporate performance is not stable.

**Key words:** listed company; actual controller; executive compensation; real estate company; corporate performance; company scale