

上市发电企业经营业绩与高管薪酬关系研究

华北电力大学工商管理学院 张立辉 韩金山 李寒芳

[摘要] 高管薪酬设计的合理与否,直接关系到企业的经营成败,关系到企业的竞争力。文章以在我国证券市场上市的发电企业为样本,研究其高管薪酬与经营业绩之间的相关关系。为了全面的考量这种关系,文章分别以净资产收益率和总资产收益率为经营业绩衡量指标,最后得出一致的结论,即样本企业经营业绩与高管薪酬之间不存在相关关系,这说明我国上市发电企业薪酬设计存在制度性的缺陷。

[关键词] 上市发电企业,经营业绩,薪酬,实证研究

一、研究对象

提出足够多的假设并探索各种可能性。预防导向,是指目标实现是基于安全性考虑以避免消极结果。决策者倾向于提出尽可能少的假设以防止出现无谓失误。前者意指创业者更为偏重广泛搜索机会,以开拓足够多的潜在利润点。相对而言,采取预防导向的个体,更为关注提高正确拒绝率和降低误判,旨在建立更高的标准来筛选机会。从这一角度看企业家成长不同时期,决策的导向会发生相应的变化。创业初期,由于自身实力的薄弱,倾向于采取促进导向。而在形成一定规模和能力之后,则逐渐开始保守。

3 创业成果阶段:为什么创业取得成功

影响创业成败的因素总是不一而足的。比如宏观经济、资本市场;竞争者行为和策略;国家政策以及技术变革。笔者尝试从认知角度来分析创业成败。反事实思维(counterfactual thinking)是一个有趣的心理现象。意指个体对过去事件加以心理否定并构建出新假设的活动。其典型表现为:“如果不那样,就好了……”。这种思维有利有弊。弊在于,由于过度后悔而产生消极情绪,甚至影响当前任务绩效;利在于,汲取经验教训有助于构建新策略,在未来行动中获益。创业学家 Baron 曾对创业者和普通人群做过一项比较研究^[4]。结果显示创业者的反事实思维明显少于教师和公务员。他们更加未来导向,只对今后可能发生事情予以关注,而不会浪费时间总结过去。笔者认为,这仍然有一个度的问题,成功的创业者——企业家在反事实思维方面,并不一味地未来导向。这里又涉及一个重要的概念——企业家学习,善于从过往失败中汲取经验和教训,当然还包括他人的失败案例。这是成功创业者相对普通创业者的特别之处,理性加明智。

认知科学研究发现人类最为常见的两种加工方式:系统加工(systematic processing)和启发式加工(heuristics processing)。前者基于信息搜集和预先分析,后者基于便捷和主观思维。Amit 发现创业者作为一个特殊群体,更为偏好后者,即行动导向,倾向于让事实发生后再做应对。但局限性也是显而易见的,往往会导致创业者应接不暇,手足无措。笔者在对中小企业的调研中,证实了该现象。创业者无论是在战略规划和经营知识方面都较为欠缺,更多的是以一种直觉判断来实现市场交易。这种状态直到经历了几年甚至十余年的锤炼才逐渐有所变化。成熟的创业者既有启发式思维又有系统式加工。正如 Baron 提到的:“在需要的时候,选择恰当模式才是成功者的关键特征,普通创业者仍然惯性地沿用启发式思考。”由于一些认知偏差可能导致创业者迅速的开办一家企业。但要想真正获取成功,必须克服诸如过于自信和认同偏差。笔者认为,这是创业者是否成为企业家,是否获取持续成长的一个显著区别。

4 结语:企业家的认知变迁

企业家作为一名成功的创业者,往往是经历众多历练和学习之后铸就的。他们敢于否定当前现状,追求更高目标的“不安分”心理是值得肯定的。正是这股“原动力”开启了创业大门。自信和无畏让他们在弱小时,对风险一而再的淡化,这期间承受了被大规模淘汰的危机,真正驱使他们坚持到底恰恰是那份对未来的憧憬。创业的辛酸使他们赚足了经验和智慧,从而在面对机会时,逐渐形成一种慧眼式的评价标准。在识别和抉择机会时,他们从开始的执著(促进导向),逐渐变得谨慎(预防导向),最终形成兼顾的混合决策模式,直到将漏判和误判降为较低值。企业家是一个典型的善于在创业中学习的群体,他们保留了一贯以来未来导向、启发式的思维风格,但也逐渐开始学会总结失败教训并乐于去思考和反省,久而久之积累了很多系统化的加工思维方式,并演化成对于企业发展的战略思考。

[参考文献]

- [1] Shane S, Venkataraman s. The promise of entrepreneurship as a field of research [J] Academy of Management Review. 2000, 25: 217 - 226.
- [2] Kahneman D, Lovallo D. Timid choices and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking. In: Rumelt RP, Schendel DE, Teece DJ (Eds). Fundamental Issues in Strategy: A Research Agenda [M] 1994: 71 - 96.
- [3] Brockner J, Higgins ET, Low MB. Regulatory focus theory and the entrepreneurial process [J] 2004, 3: 203 - 220.
- [4] Baron RA, Markman GD. Person - entrepreneurship fit: the role of individual difference factors in new venture formation [J] Journal of Business Venturing. 2003, 18: 41 - 60.

委托代理理论认为,公司高管人员的薪酬设计应该与经营业绩挂钩,这样才能实现对高管人员的有效激励,使高管人员的个人收入目标与公司经营业绩目标统一起来。以这种理论为基础,公司经营业绩越好的企业,高管人员薪酬收入越高;反之,高管人员薪酬越高的公司,其经营好公司的动力越充足,公司经营业绩相应越好。公司经营业绩与高管人员的薪酬是一种正相关关系。当前我国以“厂网分开、竞价上网”为主要内容的电力体制改革已经开展,发电企业竞争力受到越来越多的关注。发电企业高管人员的薪酬设计是否合理,能否有效地激励高管人员实现公司经营业绩的最优,是影响发电企业竞争力的一个重要方面。因此,本文旨在通过研究发电企业高管人员薪酬与经营业绩之间的关系,探询发电企业高管薪酬设计是否合理。

二、上市发电企业净资产收益率与高管薪酬的相关分析

- (一) 研究样本与变量选择
- 1、样本企业。截至 2003 年底,在我国沪、深股市中,共有 48 家发电公司。由于涉及到近三年的连续比较,我们只选取了 2001 年以前上市的发电企业,并从中剔除了主营业务发生变更而不再以电力生产为主营业务的公司。经过筛选,最终纳入研究范围的以发电为主营业务的上市公司共有 38 家,我们将其作为研究样本。
- 2、高管薪酬。由于 39 家样本企业绝大部分是国有企业改制上市,在国有企业“能人经济”模式下,公司主要经营者是薪酬激励的最主要目标,因此本文选择金额最高的前三名高管人员的报酬总额作为薪酬数据。样本企业按照证监会要求在年报中披露了公司金额最高的前三名高管人员报酬总额的 2001 年有 31 家公司,2002 年有 37 家,2003 年 38 家样本企业全部进行了披露。关于样本企业的高管薪酬,尚有以下几点说明:
- (1) 在国外研究文献中,高管人员的薪酬还包括相当比重的股票期权,用于防止经理人的短期行为。但由于我国股票期权尚处于试验阶段,上市公司并未普遍采用股票期权作为激励手段,在 39 家样本企业中即使是经营者所持公司的股份数额也相当少,因此本文研究所用的薪酬数字并不包括股票期权和股票收入。
- (2) 在国企经营者收入中还包括的职位消费和隐性收入,由于并未在年报中披露,而且不具有正激励作用,因此本文的薪酬数据也不包括职务消费和隐性收入。

3、业绩指标:净资产收益率(ROE)。对于上市发电企业的经营业绩,由于净资产收益率(ROE)是反映股东盈利能力的国际通用指标和杜邦体系中的核心,而且我国对上市公司的盈利要求也是以它作为主要指标,因此本文选择净资产收益率作为业绩指标。

(二) 上市发电企业净资产收益率与高管薪酬的相关分析

考虑到发电企业的资产规模对其高管人员薪酬和企业经营业绩指标(净资产收益率)都会产生一定影响,为了扣除这种影响,我们做关于总资产的偏相关分析。相关关系散点图和偏相关分析结果如图 1 和表 1。

从图 1 可以看出,全部样本点聚集在一个圆形区域,没有表现出相关趋势。从表 1 相关分析结果看,相关系数都小于 0.16,P 值在 0.1 水平上不显著;在扣除规模影响因素的偏相关分析中,所得结果基本相似。因此,可以判断,以上市发电企业净资产收益率为代表的经营业绩与公司高管薪酬之间的相互影响在统计上不显著。

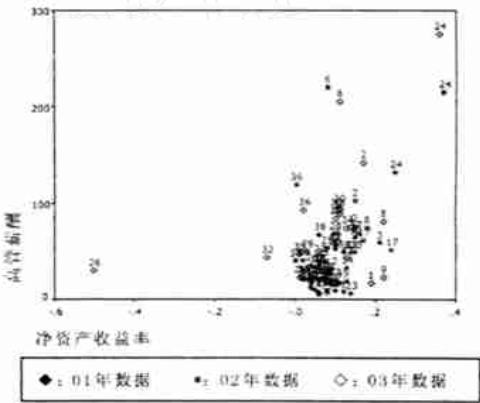


图 1: 2001—2003 年薪酬与净资产收益率相关关系散点图

三、上市发电企业总资产收益率与高管薪酬关系的相关分析

由于净资产收益率在我国证券市场上衡量公司经营业绩的重要指标,中国证监会也将其作为上市公司在融资考核的主要指标之一,根据孙永祥和黄祖辉(1999)等人的研究,中国上市公司净资产收益率有人为操纵的迹象。因此,上市公司在考核高管人员的业绩时有可能会避免使用这个指标。为了进一步证实上市发电企业经营业绩与高管人员薪酬之间的关系,本文用总资产报酬率(ROA)替代 ROE,重新进行相关分析。

表 1、上市发电企业前三名高管人员报酬,净资产收益率,总资产的偏相关分析

薪酬与净资产收 益率相关分析	简单相关系数	p 值	偏相关系数	自由度	相伴概率
2001 年	0.1577	0.423	0.1312	25	0.514
2002 年	0.0104	0.951	- 0.0084	34	0.961
2003 年	0.0494	0.768	0.0159	35	0.926
2001~2003 年	0.0261	0.800	- 0.0002	93	0.999

我们首先对样本企业高管薪酬与 ROA 作相关关系散点图(见图 2)。从图中观察,虽然全部样本点在总体上表现出一定的相关趋势,但样本点的主体部分聚集在一个圆形区域,尤其第 24 个样本点的三年数据都在这个区域之外,并且与其余样本点构成一种伪相关的态势,所以从直观上看它是异常点。为验证这个直观上的结论,对全部样本单位和剔除第 24 个单位后的剩余样本单位分别进行相关分析。

Pearson 简单相关系数 r :

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

另外,考虑到企业资产规模对公司高管人员薪酬和公司经营业绩都将产生一定影响,因此,我们作关于总资产的偏相关分析。分析结果如表 2。偏相关系数 $r_{12.3}$ (假设有 3 个变量: x_1, x_2, x_3 , 求剔除变量 x_3 的影响后,变量 x_1 和 x_2 之间的偏相关系数):

$$r_{12.3} = \frac{r_{12} - r_{13}r_{23}}{\sqrt{1 - r_{13}^2} \sqrt{1 - r_{23}^2}}$$

表 2、上市发电企业前三名高管人员报酬,修正得分,总资产的偏相关分析结果

	简单相关系数	p - 值	偏相关系数	p - 值	数据描述
2001 年	0.669	0.000	0.637	0.000	全部样本单位
2002 年	0.612	0.000	0.595	0.000	全部样本单位
2003 年	0.445	0.005	0.393	0.016	全部样本单位
2001 ~ 2003 年	0.484	0.000	0.447	0.000	全部样本单位
2001 年	0.490	0.009	0.371	0.062	剔除第 24 个样本
2002 年	0.343	0.041	0.266	0.123	剔除第 24 个样本
2003 年	0.261	0.119	0.124	0.473	剔除第 24 个样本
2001 ~ 2003 年	0.253	0.011	0.140	0.167	剔除第 24 个样本

在相关分析中,按全部样本单位计算的相关系数都小于 0.69,并且从 2001 年到 2003 年相关系数在变小。如果将异常值第 24 个企业去掉,则相关系数大幅度下降,p - 值急剧增加,并且 2002、2003 年度的相关系数已经在 0.05 水平上不显著。这说明从全部数据计算的相关系数的显著性可能依赖于某一个样本点。为进一步分析,再来考察把对这两个指标都有影响的资产规模排除在外的偏相关分析。

在偏相关分析中,扣除资产规模对报酬和经营业绩修正值的影响,得到这两个变量“纯粹”的关系。可以看出剔除第 24 个观测值后,2001 年偏相关系数在 5 %的水平上不显著,2002、2003 年以及将三年作为一个总样本考察的偏相关系数在 10 %的水平上都是统计不显著的,并且偏相关系数及其 P - 值比相关分析都大幅度下降。因此可以认为,以总资产收益率为代表的上市发电企业的经营业绩与高管人员薪酬之间的相互影响在统计上也不显著。

四、结论

总结以上进行的相关数据实证分析,我们可以得出结论:以净资产收益率为业绩标准,上市发电企业经营业绩与高管薪酬之间不存在相关关系;以总资产收益率为业绩标准,在剔除了第 24 个样本企业之后,其他上市发电企业的高管薪酬与经营业绩之间也不存在相关关系。因此,不论是以净资产收益率还是以总资产收益率为业绩衡量标准,上市发电企业经营业绩与高管薪酬之间都不存在相关关系。这说明两个问题:

1、尽管多数上市发电企业在年度报告中披露,高管人员的薪酬确定遵循与公司的经营业绩挂钩的原则,但是从本文分析结果来看,这一原则未得到支持。上市发电企业高管报酬的确定显然并没有太多的考虑公司的经营业绩。这从企业实际情况也可以得到验证。例如 2001 ~ 2003 年,每年经营业绩下降而高管薪酬反而上升的上市发电企业都在 9 家以上。薪酬与业绩不挂钩,这说明电力上市公司薪酬设计从制度上说极不合理。

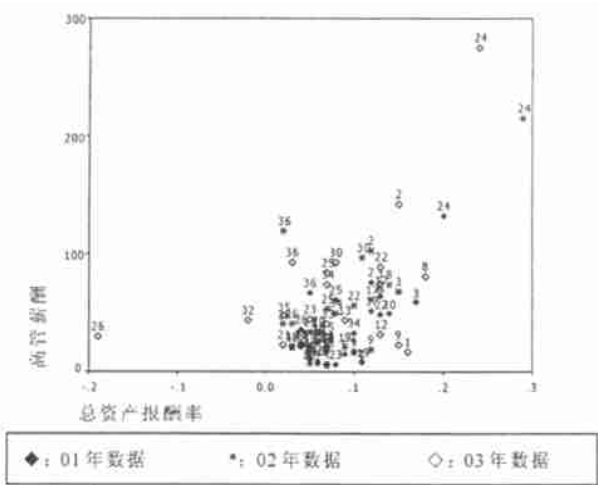


图 2:2001 ~ 2003 样本企业高管薪酬与 ROA 相关关系散点图

山西煤炭能源可持续发展研究

山西财经大学 李丽 山西电力开关厂 李中

[摘要] 本文首先阐述了全球常规能源石油和煤炭对于人类文明发展所做的贡献和它们对全球生态环境造成的危害,分析了清洁的可再生能源研究应用技术发展的缓慢,并对中国21世纪能源战略进行了简要介绍;其次在简单介绍了山西省煤炭能源特征和近两年来产销量情况的基础上,分析了山西煤炭产业多年来经济效益低下和环境代价太大的现实情况;最后提出了山西煤炭能源实施“优劣分离,集中治理,减污增效,净化环境”的思路。

[关键词] 能源赋存,洁净煤技术,能源战略,可持续发展

一、引言

工业革命以来,能源在人类文明发展中一直扮演着正反两方面的角色:它既是人类经济发展中不可替代的主力军,又是致使地球生态环境趋于恶劣的罪魁祸首之一。人类过去几百年来以不当的方式大量使用矿产能源,是导致今天严重的环境污染与生态失衡的一个主要原因。近年来,世界上许多国家正在研究开发可再生的和完全清洁的能源系列,如太阳能、风能、水能和海洋能等,在这方面,欧美日本等发达国家走在了前面。目前全球的能源结构和开发利用的走向正在朝着清洁的和可持续的方向慢慢倾斜——但是,太慢了,以目前的局势和发展速度,这些完全清洁的和可再生的能源在短时期内是不可能占据人类发展的主要地位的,而不清洁的石油、煤炭等矿产能源在相当一段时期内还得继续担任人类经济发展的主角。据有关资料显示,地球上石油的存量还可以供人类使用几十年,煤炭的存量还可以供人类使用二百多年,再加上天然气和其他能源,人类尽可以在很长时期内利用这些化石能源进行经济发展。然而,地球的生态环境能否持续支撑得住人类施加于其上的越来越大的污染载荷,它还能支撑多久,地球生态环境从恶化到崩溃距离我们还有多远,这都是未知数。

二、中国21世纪能源战略

随着石油、天然气资源的日渐短缺和洁净煤技术的迅猛发展,煤炭能源的地位正在快速升级并已经显示出再度辉煌的光明。我国能源赋存的基本特点是富煤、贫油、少气,这就决定了煤炭能源的重要地位。根据我国能源赋存状况和煤炭在生产及消费结构中所占的比例,以煤炭作为发展经济主力能源的形势在相当长的一个历史时期内不会改变。对于中国21世纪的能源战略,国家科技部部长徐冠华在2002年上海APEC会议上的讲话中阐述得十分明确:“今后一段时期,煤炭仍将是我国的主要能源,面对目前石油资源紧缺和大气污染加重的双重压力,我们将在技术引进及消化吸收的基础上,大力发展清洁煤技术及其产业,重点开发和推广清洁煤发电技术、原煤液化技术等,实现煤发电技术发展的跨越,率先发展新型能源产业。”他要求在21世纪中国能源资源战略上,要积极运用高新技术武装和改造传统煤炭工业,促进煤炭产业结构的优化升级,将高科技含量的洁净煤技术全面注入煤炭深加工领域,并加强节能降耗和清洁生产技术的研发、引进和推广应用。可见,在相当长的时期内,利用高新技术资源与传统煤炭能源结合,走可持续发展之路是我国21世纪的能源核心战略之一。

三、山西能源产业发展现状

(一)山西煤炭资源特征

山西省的煤炭不仅储量大,而且具有地质构造简单,煤层倾角平缓、埋藏浅的特点,很大一部分可以露天开采,投资少,见效快,建设周期短;另一方面,山西省境内六大煤田的煤种较为齐全:有动力煤、炼焦煤、化工用煤和民用煤等;还有一个优势是,山西省在中国的地理位置适中,交通运输成本较低。

2、薪酬的设计和制定,其目的是为了更好的激励公司的高管人员。但从以上得出的结论,经营业绩与高管薪酬不相关,可见上市发电企业的薪酬并没有达到良好的激励效果。也就是说,在现有的薪酬水平和薪酬制度下,上市发电企业的高管人员既没有动力也没有压力去完成公司的业绩改进。

以上说明,我国上市发电企业的薪酬制度设计方面不合理,效果方面不显著,存在着制度性的缺陷。因此,为了更好地实现对高管人员的激励和约束,应该更多地结合公司的经营业绩重新加以考虑。

[参考文献]

- [1]孙永祥、黄祖辉:上市公司的股权结构与绩效[J],经济研究,1999,(12)
- [2]刘斌等:CEO薪酬与企业业绩互动效应的实证检验[J],会计研究2003(3)35~40
- [3]各上市发电企业2001—2003年年度报告[R],中国证券报2001—2004
- [4]Jesen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top management incentives[J] Journal of Political Economic Journal, 30(1) 51~70
- [5]Kato, T. (1997). Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data[J] International Journal of Industrial Organization, 15:455-467