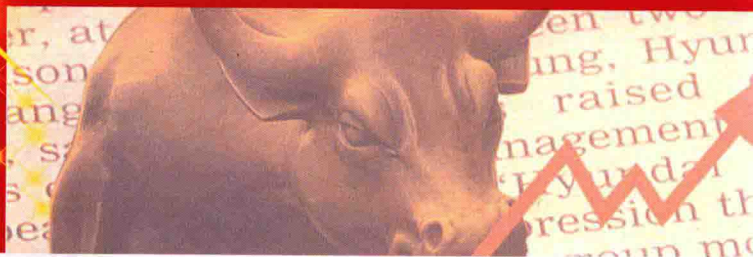


中国上市公司 高管薪酬激励研究



ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI GAOGUAN XINCHOU JILI YANJIU

林浚清 孙永祥 战明华 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国上市公司 高管薪酬激励研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI GAOGUAN XINCHOU JILI YANJIU

林浚清 孙永祥 战明华 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：段小青
责任校对：杨 海
版式设计：齐 杰
技术编辑：邱 天

图书在版编目（CIP）数据

中国上市公司高管薪酬激励研究/林浚清，孙永祥，
战明华著. —北京：经济科学出版社，2011. 10

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1053 - 1

I. ①中… II. ①林…②孙…③战… III. ①上市
公司 - 企业管理：工资管理 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 191314 号

中国上市公司高管薪酬激励研究

林浚清 孙永祥 战明华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京京鲁创业科贸有限公司印装

880 × 1230 32 开 5. 25 印张 130000 字

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1053 - 1 定价：15. 00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

目 录

第一章 引言	1
第一节 本书的研究背景	1
第二节 我国上市公司高管绩效薪酬估计	4
第三节 影响绩效激励的因素及其特征	6
第四节 绩效激励评价	11
第二章 高管薪酬决定与绩效激励估计	12
第一节 理论渊源回顾	13
第二节 实证研究综述	19
第三节 样本和数据	24
第四节 模型和结果	42
第五节 结论和进一步的评述	66
第三章 风险对绩效激励的影响	69
第一节 理论渊源回顾	70
第二节 理论分析与研究假设	72
第三节 模型、数据和结果	76
第四节 结论和进一步的评述	82

第四章 董事会结构对绩效激励和公司绩效的影响	85
第一节 理论渊源回顾	86
第二节 董事会结构和薪酬绩效弹性实证分析	92
第三节 结论和进一步的评述	100
第五章 晋升、外部经理市场对绩效激励的影响	103
第一节 基本理论分析	104
第二节 我国上市公司高管人员基于晋升的 激励假说与检验模型	106
第三节 结果和主要发现	109
第四节 分析和评价	115
第六章 薪酬差距与公司绩效	119
第一节 基本理论分析	120
第二节 我国上市公司薪酬差距和公司绩效 实证分析	124
第三节 我国上市公司薪酬差距决定因素分析	131
第四节 结论和进一步的评述	140
参考文献	142

第一章

引 言

第一节 本书的研究背景

新古典的企业理论主要从技术角度来研究企业。在该理论框架中，企业被描述为生产函数，企业经营的根本目标是投入的最小化和利润的最大化，完全忽略了企业内部的组织和激励问题。由科斯开创的企业理论向人们揭示了企业的根本属性：企业的契约性。企业的这种契约安排被描述为企业治理结构，具体到“公司”这种现代企业的重要组织形式，企业的契约安排则被称为广义的公司治理结构。

从伯利（Berle）和米恩斯（Means）1932 年最早集中的研究现代公司制企业中所有权和经营权分离所导致的管理者和股东之间的冲突开始，人们逐渐认识到了公司治理结构中不同行为主体之间的性质，即委托代理关系，并在过去的 20 年中发展形成了企业理论中的委托代理理论。尽管委托代理理论应用的范围不仅仅局限于对企业的分析，但对企业利益相关者的委托代理分析仍然是该理论最为主要的应用。委托代理理论分析的一个核心问题是激励方案设计问题，而激励方案设计中非常关键的一个问题就是绩效激励问题。

高管人员激励 (top managerial incentive; top managerial compensation) 是指在公司治理结构中对高层管理者的激励问题。从委托代理观点的企业理论来看,它是股东、其他利益相关者和管理者的委托代理关系中的激励方案问题,处于委托代理理论的核心位置。从产权观点和交易费用观点的企业理论来看,它是股东、其他利益相关者和管理者之间的一种契约关系,是企业契约的一个组成部分。

在两权分离的情况下,企业所有者与管理者的利益通常是不一致的,二者的目标函数之间存在着差别。同时,所有者与经营者之间存在着信息不对称的问题:管理者处于信息优势。激励不相容使管理者有损害所有者利益的动机,信息不对称则使这种动机有付诸实施的可能。因此,管理者侵犯所有者利益的现象时有发生。

为了使管理者和所有者之间的利益趋于一致,近 20 年来,西方国家在经济实践中逐渐加强了对管理者的监督和激励,调整了资本市场组织,完善了信息传递机制和建立完备的管理者激励外部机制。企业则纷纷对高管人员推行以公司绩效为基础的奖励制度,让管理者承担经营风险;改革资本结构,推行管理者和员工持股计划;开展金融创新,实行管理者持有期权计划;实现多种分配和激励方案的合理组合。尽管各个国家在实行的具体政策、措施和企业的经济实践不尽相同,但是在过去的 20 年内都对公司的内部和外部的激励机制进行了调整和创新,试图通过采用绩效激励的办法改进公司行为和公司绩效。与此同时,新经济和技术主权时代的到来为西方国家的公司治理和激励带来了新的课题和挑战。在公司激励机制上,基于经营业绩的激励和期权计划在高新技术企业里得到了广泛的运用。而且随着金融创新活动的浪潮,期权激励计划也有重大的创新。所有这些变化都带来了对高管人员绩效激励的提高。

高管激励问题始终贯穿于我国经济改革的全过程,高层管理人员的绩效激励问题始终作为一个核心和根本的问题同我国的企业改革紧密相连。特别是在中国,具有特殊的股权结构,制度约束并非

有效，加上国有企业在我国的国民经济中依然占有重要的地位，其产权关系的多级委托代理特征使得其高管激励问题更加突出。长期以来形成的内部人控制的治理特征，外部监督机制和其他治理机制的缺失使绩效激励问题变得尤为重要，并且赋予了高管激励问题的中国特色和过渡性特征；双轨制改革的经济特征和市场化进程的过渡性也扭曲了目前企业高管激励问题。作为计划外力量的非国有国营的经济也同样面临着建立健全有效的公司治理结构和合理的高管激励问题，并且进行了有益的探索和积极的尝试。

目前，随着我国资本市场发展的需要和迎接新经济的到来使高管激励问题逐渐提到了改革的议事日程，解决高管激励问题十分迫切和必要。我国资本市场自股改开始，市场的融资能力和定价机制不断完善，但资本市场进入壁垒依然很高；对股份的交易存在着诸多的限制；公司法中的许多规定也已不能够适应经济实践的需要。同时，上市公司的高管激励也存在很多急需解决的问题，高管与职工薪酬差距呈指数增长，而高管激励问题处理的好坏直接关系到证券市场健康发展。新经济的到来使得绩效激励问题研究变得更加重要和迫切。

尽管绩效激励可能同企业组织的类型有关，但在所有类型企业中，上市公司是改制最彻底，最能体现市场化力量的，同时也是其他类型企业的发展方向；更重要的是，上市公司信息披露规范、可以获得的信息量（尤其是上市公司高层管理人员的薪酬信息）较大，而且具有其他类型企业所不可能提供的企业间信息可比性。这些上市公司分散在中国上海和深圳的 A、B 股市场，受到统一的法律法规规范，信息披露口径基本一致，使用基本相同的会计制度，相互之间具有可比性。因此我们选取了在中国境内上市的公司作为研究对象。

本书通过对西方经济理论总体的归纳和概括，探讨该领域的最新发展趋势，并根据中国的经验加以检验，可以为管理者激励的政策制定和企业实践提供必要的理论基础，也可以为进一步的深入研

究奠定分析基础。同时,通过对我国上市公司高层管理人员绩效激励实践进行系统的实证分析,可以全面描述我国上市公司的绩效激励现状,发现我国企业绩效激励存在的问题并为今后政策调整的方向和目标提供依据,同时为企业微观层面的高管人员激励方案设计提供必要的理论依据。这对于我国国有企业改革、民营经济的规范化运作、资本市场的健康发展和相关法律法规、政策条例的完善都具有基础性工作的意义。

本书主要解决三个问题:我国上市公司高层管理人员的绩效激励现状以及高管人员的补偿(主要是货币补偿)同绩效之间的关系如何?哪些主要因素影响了上市公司高管的绩效激励并使其具有了不同于国外公司的特征?中国上市公司绩效激励效果如何,是否需要强化绩效激励?本书的第二章回答了第一个问题,第三至五章回答了第二个问题,最后一章回答了第三个问题。

第二节 我国上市公司高管绩效薪酬估计

绩效激励问题一直是理论界广泛关注的一个问题。代理理论主张高管薪酬应该由公司绩效决定,而经理主义则主张高管薪酬应该由企业规模决定。不同学派的学者利用了形形色色的数据对绩效薪酬关系问题作出了各种各样的检验,实证研究结果既不与理论预测一致,相互之间也存在冲突。

在第二章中,我们首先对高管薪酬决定与绩效薪酬估计作了理论渊源回顾和实证研究综述。然后为了研究中国上市公司高管薪酬的决定,并且对我国上市公司高管人员的绩效薪酬进行估计,我们选取了2000~2007年年底深圳和上海证券交易所公开发行股票的1211家公司作为研究对象,分别利用了不同的计量经济学方法进行了实证研究。

我们对薪酬水平和公司绩效之间相关性的研究发现:CEO薪酬

水平和长期绩效之间存在明显的正相关关系；但是其同短期公司绩效之间的联系并不比长期公司绩效强。并且我国 CEO 薪酬水平和财务绩效水平正相关而和市场绩效水平之间的相关关系并不强。财务绩效指标中每股收益和净资产回报率同 CEO 薪酬水平之间的关系最为明显，而市盈率和托宾 Q 等同 CEO 薪酬之间的关系不明显。这说明财务绩效依然是我国上市公司评价 CEO 工作绩效的重要指标。我国 CEO 薪酬水平同公司绩效水平相关而与公司绩效变动关系不大。我国上市公司 CEO 薪酬与绩效之间还存在一种滞后反应关系，即上一期的公司绩效对 CEO 薪酬的影响大于当期绩效对 CEO 薪酬的影响。从股东财富变化来看，我国上市公司董事会和高级执行层已逐渐将股东回报作为其工作目标，这或者是由于股东强有力的控制力引起的。

我们建立的单变量回归模型发现：就绩效变量的解释能力来看，作为联系财务指标和市场指标桥梁的绩效变量每股收益（EPS）最好，其次是净利润的自然对数（ $\ln_NetP$ ）、权益回报率（ROE）和托宾 Q。尽管每股收益（EPS）、权益回报率（ROE）等指标统计显著，但是其对 CEO 薪酬的解释能力均不到 1%。行业调整后的托宾 Q 同 CEO 薪酬之间的关系是负的，但是不显著。同时发现，就绝对绩效和公司间相对绩效来看，绝对绩效有更强的解释能力。

我们构建的多变量模型来检验 CEO 和高管团队薪酬的决定显示：总体来看，我们选取的模型均能够很好地解释管理薪酬决定。行业平均薪酬是最强有力的解释变量，说明我国经理市场并不发达，管理薪酬在很大程度上依赖于行业特点。而绩效变量具有很好的解释能力，每股收益和净资产收益率均显著有效。同时，薪酬与公司治理结构、公司性质等因素均有不同程度的相关，也说明了管理薪酬决定的复杂性。

就我们测算的薪酬绩效弹性来看主要结论如下：财务绩效越好，CEO 薪酬越高。公司的每股收益每增长 0.10 元，CEO 年度薪

酬的自然对数就会增长 0.041, 公司的 ROE 每增加 1, 即增加 100%, CEO 年度薪酬的自然对数会相应增加 0.7 左右。同样, 公司每股收益每增加 0.10 元, 高层管理人员平均年度薪酬的自然对数就会相应提高 0.038, 低于 CEO 增长幅度, 与经验事实相符。净资产收益率每增加 1, 即 100%, 高管人员平均薪酬的自然对数就会增加 0.66 左右, 也低于 CEO 变化幅度。我们的结果支持贝克等 (Baker et al., 1988) 所提出来的一般雇员薪酬绩效敏感度低的假说。规模是薪酬的重要决定因素, 资源占有水平对薪酬的影响要大于公司科层结构对薪酬的影响。行业解释变量和薪酬之间的关系非常显著, 薪酬水平决定在很大程度上依赖于行业收入状况。企业性质将改变公司的绩效激励弹性, 非国有企业的绩效弹性显著大于国有企业。股权越集中, 高管薪酬就愈低。但是不显著。内部股权拥有率会在很大程度上改变公司的控制权与利益配置, 但是我们的实证结果并不支持这一点。

第三节 影响绩效激励的因素及其特征

在对绩效薪酬进行了比较完整的研究并且估计了我国上市公司高管的薪酬绩效弹性后, 本书第三章到第五章对影响绩效激励的几个关键因素做出了理论和实证分析。这几个关键影响因素分别是风险、公司治理结构和晋升。晋升激励在薪酬上主要表现为薪酬差距, 因此本书还进一步深入分析了薪酬差距问题。

一、风险的影响

薪酬绩效曲线的形状在很大程度上受到风险因素的影响。按照传统代理理论, 在高风险环境下过高的薪酬绩效弹性将导致激励无效。传统代理理论认为, 在高风险环境下, 由于高管人员行为的不可观测性、绩效受到噪音的过多影响以及绩效度量期间的难以确

定,会导致绩效度量风险的加大,从而扭曲了绩效度量,在高风险环境下过高的薪酬绩效弹性将导致激励无效。薪酬绩效弹性和绩效度量风险成反比,风险越大,薪酬绩效弹性就越小。而最新的理论进展显示由于某些原因风险和激励之间存在着某些正相关关系。这些原因是不确定环境会导致投入监督低效率、仕途关心低效率、外部调查低效率和排序的低效率。

就国外实证分析来看,只有少数文献检验了风险和补偿绩效弹性的关系,实证分析并没有显示出基于产出的激励和可以观察到的不确定性之间令人信服的取舍关系。

第三章分析了中国上市公司的风险和绩效激励之间的关系,目的之一是检验西方相关的理论,从而为恰当的分析中国公司绩效激励提供相对合适的分析工具,目的之二是揭示我国上市公司风险和绩效激励之间的特征并依据有关的理论初步做出规范性判断。

通过对我国上市公司高管人员薪酬和风险之间关系的实证研究发现,我国上市公司对高管人员不存在风险补偿,公司面临的风险大小对高管的薪酬补偿无明显影响。这说明由于我国上市公司董事会对高管努力程度和公司真实业绩情况比较了解,所以提供相对固定的绩效激励比较合理。

我们的实证分析还发现,由于绩效评价的扭曲和非货币性补偿的差别,CEO更容易承担较多的基于产出的激励。就理论收获而言,我们的实证分析证实了代理理论所提出的代理人在风险较小环境下,风险厌恶和薪酬基于绩效相对固定的假说;在一定程度上证实了风险因素对绩效激励不发生影响的原因可能来源于晋升激励对绩效激励的替代和中国股票市场的非有效性以及中国企业的特殊性,即在中国国有企业占上市公司较大比重和民营企业家族化情况较为普遍的情况下,董事会对公司高管努力程度和公司真实绩效比较了解。而且至少可以说明绩效评估偏差对薪酬绩效弹性的影响不如不确定环境所导致投入监督低效率、仕途关心低效率、外部调查

低效率和排序的低效率的影响来的大。正是由于这个原因，非 CEO 高管人员相应的薪酬绩效的弹性小于 CEO 薪酬绩效弹性的现象产生的原因很可能来源于晋升激励对绩效激励的替代，而不是绩效度量的扭曲。我国上市公司高管人员激励中具有“基于晋升”的特点。

二、董事会结构的影响

公司高管人员补偿方案是通过公司董事会这个治理机制直接确定的，治理结构变量在高管薪酬决定中扮演了很重要的角色，尽管具体作用机制目前并不很清楚，但是董事会结构直接影响了激励方案是否基于绩效。第四章继续分析了影响高管人员绩效激励的第二个重要因素：治理结构中的董事会结构。董事会规模、构成、CEO 双重性构成和董事会持股比例构成了董事会重要特征，也是决定董事会独立性和有效性的四个最重要因素。该章综合分析了这四个因素的影响。

从组织适应性来看，董事会结构是权力和利益配置的结果，但是这种配置一旦形成，就会相对固化，从而会对组织行为和绩效产生一定的影响。我们的结果显示，董事会结构对 CEO 激励有作用，较低的董事会规模、不同的独立董事比例、CEO 双重性（最后二者构成了内部人控制）、董事会持股比例有利于薪酬绩效弹性提高。关于董事会结构的不同因素对 CEO 绩效激励并不一致且比较模糊，这很大程度上源于我国特殊的股权结构，董事会具有较大的内生性。从我们的实证研究可以看出，适度的内部人控制有利于公司基于绩效的激励。

我们还主张，应该尽快建立严厉的股东衍生诉讼制度，以增强董事会的责任和独立性，当然，在配合严厉的股东衍生诉讼制度建立的同时，还应该提高董事会成员的薪酬并提高其绩效激励弹性以维持董事责任和利益的对等。

但是为提升公司绩效，更重要的改革应该是股权结构的改革而

不是董事会改革。在股权改革（降低国有股比例、实现国有股和法人股在二级市场上并轨流通、完善国有股权多级代理的管理体系等）之前，改革董事会构成，以法规的形式强制性增加外部独立董事的比例，有可能无助于从根本上改善公司绩效。

三、晋升的影响

影响薪酬绩效弹性的另外一个因素是锦标赛（内部经理市场）和外部经理市场。晋升是锦标赛的基本形式。我们在第二章和第三章中得到的一些次要结论暗示对我国上市公司而言，晋升可能是影响高管绩效激励的最重要因素之一。第二章和第三章的实证研究均显示非 CEO 高管人员相应的薪酬绩效的弹性小于 CEO 薪酬绩效弹性，这暗示我国上市公司中可能存在晋升激励对绩效激励的替代。

第五章对晋升（锦标赛）和外部经理市场对绩效激励的影响作出了全面分析，提出并检验了“我国上市公司高管激励具有基于晋升的特点”这个假说并作出分析和评价。目的是为了揭示我国上市公司高管激励更多基于晋升激励的基本特征。

该章的实证研究发现，我国上市公司高级执行层薪酬激励有明显的“基于晋升”的特征。由于高级管理人员和中级、基层管理人员所处的层级不同，高级管理人员应该比他们更加依赖外部市场提供的绩效激励而不是依赖晋升，我们的结果说明我国高级管理人员激励和中级、基层管理人员有很大的同构性，对前者激励在很大程度上依赖于对后者的激励设计。

尽管基于晋升的激励“成本低廉而且易于操作”，但我国上市公司高管激励的“基于晋升”的特征还是存在较多的缺陷。首先是就激励效果来看，它不能摆脱“晋升作为激励机制”本身所固有的缺陷，再就是晋升要求公司必须保持足够的成长性以便支持有激励效果的薪酬体系。其次就高层管理人员的产生机制来看，基于晋升的机制也会带来一些能力和职位匹配的缺陷。

四、基于晋升的特点与薪酬差距

第五章证明了我国上市公司高管激励有明显的“基于晋升”的特征。我们估计这个特征应该是我国上市公司高管激励的一个最基本、最重要的特征，我国上市公司属于基于晋升的激励体系。基于晋升的激励体系需要有梯度的薪酬结构相配合，合理的激励能量需要层级之间的薪酬差距作为保证。如果激励能量有最优水平，那么薪酬差距就应该确定，而且应该是有效率的。大量外文文献研究了高级执行层的货币补偿水平，但是只有很少的文献对高层管理团队内部的货币补偿差距作出了研究。本书前面几章的分析将高管团队作为一个整体进行对待，第六章则深入到高管团队内部，研究了薪酬差距问题。我们将 CEO 薪酬差距定义为 CEO 薪酬同非 CEO 执行人员的薪酬之比或者之差。对该问题的研究不但让我们可以竞争性的检验锦标赛理论和行为理论中的相对剥削理论，而且还可以让我们检验组织政治学和配置偏好理论。

第六章对 CEO 薪酬差距和绩效之间关系的检验证实，二者之间具有正向关系，我们的结果支持锦标赛理论而不是行为理论。但是，影响我国薪酬差距的主要因素不是公司外部市场环境因素和企业自身经营运作上的特点，而是公司治理结构。因此我们可以作出如下合理推断：我国国有控股的公司中存在 CEO 薪酬差距不足的现象，这削弱了锦标赛的激励能量，并导致高级管理人员人才外流；我国公司雇员在薪酬决定中具有较强的谈判能力，雇员参与薪酬决定能力的增强造成了 CEO 薪酬差距不足现象，也削弱了锦标赛激励能量；在强股东控制下“内部人控制”的加强对薪酬差距的形成是一个有力的补充，它强化了锦标赛激励的能量；由于治理结构（股权结构和董事会、监事会）上的缺陷，我国上市公司锦标赛激励存在诸多缺陷，其激励能量不能够随着外部环境和内部组织变化而进行有效调整。

因此，本章主张适当提高 CEO 薪酬差距以维持足够的锦标赛

激励能量。而提高 CEO 薪酬差距的主要出路在于治理结构改革。具体来说,要适当降低国有股比例,同时改革股权过于集中的状况。在国有股和非流通股股权改革没有进行以前,适当维持合理的“内部人控制”和稍弱的董事会有效性对于上市公司锦标赛激励来说可能是一件好事。不过在股权结构改革的同时或者之后,还需要改革董事会,适当提高董事会的独立性和有效性,降低内部人控制,因为这可能会更有利于锦标赛激励的动态调整。就目前来看,除了上述改革外,还应当尽量减少公司雇员对于 CEO 和其他高级执行层薪酬决定的参与程度。一个可能的途径是改革监事会。

第四节 绩效激励评价

本书第二章揭示了我国上市公司高管人员薪酬同绩效之间的联系并且估计了薪酬绩效弹性。第三、第四、第五章分别分析了影响绩效激励的几个主要因素,并发现我国上市公司高管激励具有基于晋升的特点,第六章则深入到高管团队内部研究了薪酬差距问题,同时在前面几章中我们对晋升激励也作了较多的分析和评述。

经济理论更多地研究了绩效激励同利益分配(公平)之间的关系,绩效激励同未来公司绩效之间的具体关系(效率问题)并不很清楚。代理理论认为绩效激励能够解决激励相容,并能降低代理成本从而提升公司绩效;而经理主义者则认为绩效激励和公司未来盈利之间未必有必然联系。

作者于浙江理工大学

第二章

高管薪酬决定与绩效激励估计

高管薪酬决定问题，尤其是高管薪酬和公司绩效之间的关系问题一直是理论界广泛关注的一个问题^①。代理理论主张高管薪酬应该由公司绩效决定，而经理主义者则主张高管薪酬应该由企业规模决定。不同理论学派的学者利用了形形色色数据对绩效薪酬关系问题作出了各种各样的检验，不过实证研究结果既不与理论预测一致，相互之间也存在冲突。

在本章中，我们首先对高管薪酬决定与薪酬绩效弹性估计作了理论渊源回顾和国内外实证研究的综述。随后，我们选取了2000～2007年深圳和上海证券交易所公开发行股票的公司作为研究对象，分别利用不同的计量经济学方法研究了中国上市公司高管薪酬的决定，并且对我国上市公司高管人员的薪酬绩效敏感度进行估计，得到了同杰森（Jesen）和墨菲（Murphy，1990）可比的薪酬绩效弹性。

本章首先就样本和数据作了详细的说明和解释，这些样本和数据也构成了本书其他章节实证研究的基础之一。随后，我们分别对我国上市公司高管人员（区分了CEO和高管团队人员）薪酬水平和公司绩效之间进行了相关性研究、单变量回归分析和多

^① Gomez-Mejia and Wiseman（1997）和 Murphy（1999）综述了该领域的最新进展。