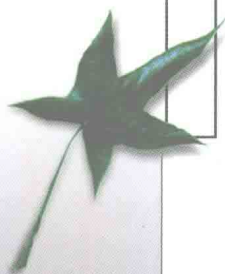


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



上市公司高管报酬理论分析与 影响因素实证研究

陈震 / 著

SHANGSHIGONGSI GAOGUAN BAOCHOU LILUN
FENXI YU YINGXIANG YINSU SHIZHENG YANJIU



经济科学出版社

中青年经济学家文库

上市公司高管报酬 理论分析与影响 因素实证研究

陈 震 著

经济科学出版社

图书在版编目（CIP）数据

上市公司高管报酬理论分析与影响因素实证研究/
陈震著. —北京：经济科学出版社，2008. 8

（中青年经济学家文库）

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7359 - 9

I. 上… II. 陈… III. 上市公司 - 企业管理：
劳动工资管理 - 研究 IⅣ. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 106396 号

责任编辑：王长廷
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

上市公司高管报酬理论分析与影响因素实证研究

陈 震 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

850 × 1168 32 开 5 印张 200000 字

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7359 - 9/F · 6610 定价：18.00 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 选题意义、制度背景与现状分析	1
第一节 本书的选题意义.....	1
第二节 我国高管报酬激励的相关制度背景.....	2
第三节 我国上市公司高管报酬的现状分析.....	5
第四节 本书的研究思路和结构安排.....	9
第五节 本书的创新点	13
第二章 高管报酬的相关理论和影响因素	16
第一节 相关理论回顾	16
第二节 高管报酬契约的影响因素	23
第三节 市场业绩因素在年薪中存在分析	28
第四节 本章小结	45
第三章 业绩指标的权重效率：基于代理理论的	
检验	46
第一节 经典模型下业绩指标的权重分析	47
第二节 高管报酬风险对权重的影响	57
第三节 现实状况对权重的影响	62
第四节 本章小结	68

第四章 规模指标与高管报酬：基于经理主义和代理理论的检验	70
第一节 来自于经理主义和代理理论的解释	70
第二节 规模与报酬关系的实证检验	76
第三节 公司规模与公司再融资	88
第四节 本章小结	95
第五章 高管层内部级差报酬的理论和影响因素	97
第一节 竞赛理论和社会比较理论	97
第二节 高管层级差报酬的影响因素	100
第三节 级差报酬与公司未来业绩：基于晋升理论的检验	114
第四节 本章小结	118
第六章 有效激励机制研究	120
第一节 基于业绩指标研究的相关思考	120
第二节 基于规模指标研究的相关思考	124
第三节 基于内部级差报酬研究的相关思考	129
第七章 研究结论和相关思考	132
第一节 本书的研究结论	132
第二节 本书的研究意义	134
第三节 本书的局限性和未来研究方向	135
参考文献	138

第一章

选题意义、制度 背景与现状分析

第一节

本书的选题意义

随着知识经济的发展，人力资本越来越成为企业中最有价值的资源。掌握现代科技知识和管理知识、具有经营能力和创新能力的高级管理人才，对企业的生存发展起到举足轻重的作用。正确认识高级管理人才对企业发展的作用，建立起一套有效的高管人员报酬激励约束机制，对充分调动高管人员的工作积极性，协调高管人员与股东在利益目标上的一致性，运用相关资源在最大程度上创造出更多财富，有十分重要的意义。同时，高管人员对整个公司内部治理结构的完善至关重要，完善公司内部治理，有助于提高公司业绩；在良好的报酬体系下，提高公司业绩就会对高管人员的努力给予充分和恰当补偿，反过来又有利于激励高管人员进一步完善公司内部的治理结构。因此，良好的报酬契约会使高管人员产生自励，主动完善公司治理结构。此外，良好的报酬契约还有利于甄别高管人员的素质，有利于提高公司业绩和质量，有利于稳定和促进我国证券市场和资本市场的发展。从2004年1月1日起，我国开始在国有及国有控股企业中实施《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》，这清楚地表明国

家对国有企业高管人员报酬机制的重视，已经上升到一个新的高度。

上市公司是我国各行业的龙头和佼佼者，具有较好的公司治理结构，代表着我国企业发展的方向。因此，针对我国上市公司高管人员报酬的研究就具有很强的代表性和先进性。同时，上市公司拥有更透明、更详细的各种信息；为高管人员报酬研究提供了有力的实证支持。

诚然，在当前我国上市公司高管人员报酬中，非货币报酬还扮演着重要角色，并且还大量存在不合理的货币报酬，它们都会对高管人员的努力大小和方向产生较大影响，薪酬还不能起到完全的主导地位。但是，我们必须清醒地认识到薪酬在整个报酬体系中起着越来越重要的作用，那些非货币报酬和不合理的货币报酬正在受到越来越多的质疑和约束。规范和强化薪酬对高管人员的激励和约束作用，减少非货币报酬和不合理的货币报酬对整个报酬体系的影响，也已经成为各方相关利益人的共识。

因此，有必要通过对我国上市公司高管报酬问题进行理论和实证研究，设计出一份高效率的高管报酬契约，来实现对高管人员的激励和约束。本书的研究将以高管报酬影响因素为中心，以报酬相关理论——代理理论、经理主义和晋升理论为主线，对高管报酬相关问题进行规范和实证研究，从中发现当前我国上市公司高管报酬契约中存在的问题，并针对这些问题提出相应的意见和建议，完善当前高管报酬的激励机制。

第二节

我国高管报酬激励的相关制度背景

新中国成立以来，随着我国经济体制的不断发展和人们对经营人才重要性的认识不断上升，企业经营者的激励方式和内容出

现了一系列变化（见表1-1）。经营者报酬从最初的供给制、等级制工资制到后来的浮动工资制、年薪制，激励方式从最初的以行政晋升和精神奖励为主、物质报酬为辅到后来的轻行政晋升、重物质奖励，整个社会对经营者人力资本价值的认识发生了根本性的转变，从最初的忽视，逐步发展到认同和重视。特别是20世纪90年代以来，我国市场经济的迅速发展，上海和深圳两个证券市场的建立，企业经营者的报酬激励约束制度日臻完善。

表1-1 我国企业管理者报酬状况变迁

年 份	分配原则	工资制度	经理激励方式	分配依据
1949 ~ 1956	大行政区集中管理	供给制	重行政晋升 轻物质奖励	1950年8月全国总工会和劳动部下发的《工资条例》（草案）、《工资条例说明书》、《各产业工人职工工资等级表草案》
1956 ~ 1978	中央集中统一管理	等级工资制	重行政晋升 轻物质奖励	1956年7月《关于工资改革的决定》、《关于工资改革中具体问题的规定》、《关于工资改革方案实施程序的通知》
1978 ~ 1984	按劳分配	浮动工资制	行政晋升为主 物质奖励为辅	1978年5月国务院下发的《关于实行奖励和计件工资制度的通知》
1984 ~ 1992	多种分配方式	结构工资制	向物质奖励倾斜	1984年10月《中共中央关于经济体制改革的决定》，1985年初的《关于国营企业工资改革问题的通知》，1987年实行的厂长负责制、经营承包制
1992 ~ 至今	按劳动、生产要素进行分配	岗位工资 效益工资	轻行政晋升重 物质奖励	1992年北京、上海、深圳、福建等省市实施经营者年薪制试点

注：本表主要根据郑文力的《国有企业经营者薪酬设计的思考》文中表一，再进行适当的补充形成。

但我国大部分上市公司的前身是国有企业, 尽管上市时都已按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规进行了企业改制, 仍不可避免有着较深的国有企业烙印。特别是在 20 世纪 90 年代初, 上市公司高管人员主要还是由上级主管部门委派, 他们大都仍在原行政部门按其行政级别领取工资, 企业的业绩与他们的报酬没有太大关系。他们关心的不是企业绩效, 而是自己的政治前途。在 20 世纪 90 年代末以后, 随着证券市场的发展、相关制度的完善、经理人市场的健全等, 这种情况有了很大的转变。上市公司高管人员逐步不再是行政委派。同时, 不断出台的各种制度也对公司高管报酬契约的完善起到了积极的作用。例如, 1993 年 12 月颁布的《中华人民共和国公司法》、1996 年 4 月的《中国证监会关于加强对上市公司董事、监事、经理持有本公司股份管理的通知》和《上海证券交易所关于做好上市公司董监事及高级管理人员持股监管工作的通知》、2000 年 11 月的《中国证监会关于上市公司 2000 年年度报告披露工作有关问题的通知》、2005 年《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度报告的内容与格式〉(2005 年修订)》等等这些法律法规都对公司的高管人员报酬契约产生重要约束和影响。

此外, 我国上市公司高管人员的报酬信息披露也逐步透明。特别是 2005 年中国证券监督管理委员会颁布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度报告的内容与格式〉(2005 年修订)》后, 高管报酬信息披露比 2001 年修订稿的披露要求更加完整。例如, 增加了对现任董事、监事、高级管理人员最近五年的主要工作经历、除股东单位外的其他单位任职或兼职情况的披露。对年度报酬情况的披露要求更加细致, 例如, 以前只要求披露金额最高的前三名董事的报酬总额、金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额, 从 2006 年起所有上市公司要披露每一位现任董事、监事和高级管理人员在报告期内从公司获得的

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等）。如果“阳光是最好的消毒剂”，那么细致和完整的高管报酬信息披露无疑有利于高管激励制度的完善。

第三节

我国上市公司高管报酬的现状分析

一、研究对象的定义

首先，本书需要对公司“高管人员”进行定义。哈特（Hart，1995）认为，董事会成员一般并非企业的股东，它通常由在经理来挑选，所以没有必要在经理人和董事会成员之间进行区分。这种情况在我国更加明显，我国上市公司的总经理同时又是董事会成员，以及董事会成员和监事会成员在公司中担任一定职务的现象十分普遍。2005年12月27日中国证监会发布的《上市公司高级管理人员培训工作指引》的第三条明确指出，本指引适用于中国证监会组织实施的上市公司高级管理人员的岗位培训。培训对象包括：上市公司董事长、董事、监事、独立董事、总经理、财务总监、董事会秘书。因此，本书研究的高管人员包括高层管理人员、董事和监事。这个观点与谢德仁（2001）对我国上市公司高管人员的定义是一致的。

按照在公司中的职位和权利不同，高管人员可分为核心高管人员和非核心高管人员，通常核心高管人员包括公司总经理、董事长，他们领取着更高的年度报酬。因此，本书将上市公司披露的最高三个高管人员报酬作为核心高管人员的年度报酬，将其他高管人员报酬作为非核心高管人员报酬，将平均核心报酬与平均非核心报酬的差值作为高管层内部的级差报酬。本书主要是针对

核心高管报酬来进行研究的，因此，在本书中，没有明确指明的公司高管是指核心高管，高管报酬是指核心高管报酬。

其次，本书需要对“报酬”进行定义。我国上市公司高管人员报酬主要还是以年薪报酬为主，年度报酬包括基本工资、各项奖金、福利、补贴、住房津贴及其他津贴等收入，少数公司的高管持有公司股份，极少公司实施股权激励。2004年末，我国上市公司中有66%的董事长、67.9%的总经理、77.9%的董事会秘书未持有公司股份，在持有股份的高管人员中很多人持有的仅是少量“形式”股票。由于我国证券市场从2000年见顶以来持续下跌，沪指从2001年的最高点2245点下挫到2005年的998点，几乎所有股票都出现深幅下跌，这样的证券市场形势很难对持有股份的上市公司高管人员产生激励。同时，胡铭（2003）和周建波、孙菊生（2003）的研究发现，高管人员持股和公司授予高管股权本质上不是为了激励高管人员，而更有一种“福利”的性质。因此，本书研究的报酬仅仅限定为上市公司年度报表中披露的年度报酬。

第三，本书还需要对高管报酬影响因素进行定义。报酬影响因素是指，那些会对高管报酬产生直接影响的各种因素，也就是高管报酬的确定依据。影响因素的存在形式可以有三种，其一，影响因素可以在报酬契约中明确被表示出来。如在50家已公布高管报酬契约的上市公司考核方案中，都存在公司会计业绩指标；其二，影响因素也可以在报酬契约中被隐含表示出来。例如，对50家高管报酬激励契约研究发现，客户满意度、员工满意度、市场占有率以及新产品开发指标分别存在于不同公司的契约中。这些存在于不同公司契约中的考核指标虽然考核的具体内容不同，但是都起着对高管人员实现公司长期发展目标进行激励考核的作用，因此，都可以用公司市场业绩指标度量出来；其三，它没有在报酬契约中被直接或者间接的表示出来，但它确实

是高管报酬确定的重要依据,例如,2003.年有5.74%和3.44%的上市公司明确指出,公司高管报酬确定会依据上级行业部门、当地政府规定,或者参照地区或者同类企业水平,那么公司所处行业和公司所处地区指标也是高管报酬的影响因素。

最后,本书在研究中,提出隐性长期激励的概念,在此需要对这个概念进行解释。高管的长期持股、股票期权通常是指高管在任期内持有一部分股票或者股票期权,其价值会随着公司股票在二级市场上价格的波动而变化,这部分股票和股票期权在任期内或者在一段时期内不会兑现或出售,收益的兑现通常是在规定持有的期限结束之后。本书将公司高管的长期持股、股票期权定义为显性长期激励,将在报酬契约中加入对高管人员实现公司长期发展目标的考核,如R&D、固定资产投资、公司市场占有率等,考核结果在当年年薪中反映的长期激励形式定义为隐性长期激励形式。隐性长期激励形式与显性长期激励的本质是相同的,它们都是通过一定方式实现对高管人员的长期激励,使得高管人员在正常经营决策中,考虑到公司未来的长远发展。但是,隐性长期激励形式与显性长期激励又存在很大的不同,最重要的两点不同表现在于,隐性长期激励形式可以脱离股票市场单独存在,显性长期激励则必须依赖于股票市场的股价才能够得到衡量;隐性长期激励考核结果可以在当期得到实现,显性长期激励必须要等到任期或者规定持有的期限结束后才可以兑现。在其他情况相同,仅从激励实现时间进行比较时,隐性长期激励要比显性长期激励有较小的时间风险。

二、高管报酬的现状分析

对2001~2004年我国上市公司年报中披露的高管年度报酬进行分析发现,高管报酬有两个显著特点:

其一，不同公司间高管报酬差距较大，但相对差距有逐年减少的趋势。以我国上市公司披露的 2001 ~ 2004 年度高管报酬来看，高管最高前三报酬之和的最大值与最小值比率四年分别是 689.42 倍、462.69 倍、470.59 倍和 354.23 倍。其中，2001 年最高的科龙电器（000921）的三高管一共领取 1889 万元报酬，最低的灯塔油漆（000695）的三高管只领取 2.74 万元报酬；2004 年最高的还是科龙电器三高管一共领取 1020 万元报酬，最低的吉林纸业（000718）三高管只领取 2.88 万元报酬，报酬相对差距逐年减少（见表 1-2）。

表 1-2 我国上市公司高管人员 2001 ~ 2004 年度报酬情况 单位：元

	2001 年高管报酬	2002 年高管报酬	2003 年高管报酬	2004 年高管报酬
平均值	336886.5	439742.5	563242.7	655858.3
平均值增长比率（%）		30.53	29.10	16.44
中间值	243600	314373	398479.1	480000
中间值增长比率（%）		29.05	26.75	20.51
平均值 - 中间值	93286.5	125369.5	164763.6	175858.3
最大值	18890000	11197200	9600000	10201920
最小值	27400	24200	20400	28800
最大值与最小值之比	689.42	462.69	470.59	354.23
标准差	722027.3	542586.4	631451.7	703760.3
样本量（个）	1043	1147	1186	1215

其二，高管报酬每年都会持续稳定的增加，但增幅有所下滑。最高前三高管报酬和在 2001 年 ~ 2004 年稳定持续上升，其平均值分别为 33.69 万元、43.97 万元、56.32 万元和 65.59 万元，中间值分别为 24.36 万元、31.44 万元、39.85 万元和 48 万元。2002 年、2003 年和 2004 年的报酬平均值相对于上一年的升幅分别为 30.53%、29.10% 和 16.44%，报酬中间值相对于上一年的升幅分别为 29.05%、26.75% 和 20.51%，每年有一定幅度的下滑。

另外, 2001~2004 年高管报酬的平均值均大于中位数, 两者之差四年分别 93286.5 元、125369.5 元、164763.6 元和 175858.3 元, 这是一种明显的左偏, 即存在一些公司高管报酬特别高, 使得平均值增加, 平均值大于中间值, 但大多数公司的高管报酬是低于平均值的。对四年所有公司的高管报酬进行方差分析, 发现 2001 年方差最大, 2002 年最小, 之后又逐步上升。

第四节

本书的研究思路 and 结构安排

一、本书的研究思路

本书首先论述了与高管报酬契约关系最为密切的两个理论: 经理主义和代理理论。高管报酬契约是公司股东与高管人员博弈的结果, 在博弈过程中, 股东个人支付函数的出发点是股东利益最大化前提下的激励相容, 即代理理论; 高管人员个人支付函数的出发点是高管人员利益的最大化, 即经理主义。这就导致双方在高管报酬契约设计的要求上出现分歧, 双方都希望选择有利于自己的指标和权重。高管报酬契约是双方相互妥协形成的一个博弈均衡, 双方的利益在这个均衡中都能够得到一定体现。

其次, 本书从现实出发, 依据我国上市公司公布的高管报酬契约方案、已有的实证研究结果和我国现实状况, 寻找高管年度报酬的影响因素。其中, 对年度报酬是否包含市场业绩指标进行详细研究, 并找到市场业绩指标存在于报酬契约中的证据。研究发现, 高管报酬的影响因素有业绩指标和非业绩指标。业绩指标包括会计业绩指标和市场业绩指标; 非业绩指标包括公司规模指标、公司所处地区指标、公司所处行业指标。在本书的第三章和

第四章，基于代理理论和经理主义分别对业绩指标和非业绩指标与高管报酬的关系进行研究。

高管报酬契约的主要作用，一是引导高管人员工作的努力方向，二是对高管人员工作成果进行评价，它是代理理论在报酬契约中的体现。对高管人员努力成果的评价依赖于业绩评价指标的质量，因此，应对不同质量的业绩指标赋予不同的权重。同时，公司所处的具体环境和未来的发展目标决定了公司股东对高管人员未来努力方向的期望，而对高管人员未来努力方向的引导也依赖于会计业绩指标和市场业绩指标的权重选择。因此，本书第三章从三个方面展开对业绩指标权重的研究：标准模型下的业绩指标权重的效率分析、高管报酬风险对业绩指标权重的影响，以及现实状况对业绩指标权重的影响。

从霍姆斯特姆（Holmstrom，1979）经典的委托—代理模型找不到非业绩指标存在于报酬契约的证据；但如果从经理主义角度，可以对非业绩指标，特别是对规模指标在报酬契约的存在性进行解释，比如鲍莫尔（Baumol，1959）的销售最大化假说。^①但是，包括美国、英国、加拿大、日本和中国在内的几乎所有国家的实证研究都发现了规模指标存在于报酬契约的证据，这很难用公司股东没有发现或者没有能力遏制经理的自利行为来进行解释，规模因素的存在可能同样符合股东的利益，本书在第四章首先对规模因素存在于报酬契约的缘由从经理主义和代理理论两个角度进行解释，并利用我国上市公司数据对公司规模与高管报酬之间的关系进行实证检验。实证检验发现，经理主义和代理理论

① 对于公司所处地区和公司所处行业因素在报酬契约中存在的理由，可以从地区收入差距、行业差异，而导致高管报酬补偿存在差异的角度进行解释，在西方发达国家的相关研究中，几乎没有发现公司所处地区和公司所处行业是高管报酬影响因素，这两个因素的存在与我国不发达的经理市场有关。对于规模因素存在的原因则更多地从经理主义和代理理论角度进行解释，因此，本书选择规模指标与高管报酬的关系进行研究。

同时存在于我国上市公司的高管人员报酬契约中，报酬契约是双方的一个博弈均衡结果。

代理理论和经理主义是对静态和水平的报酬现象进行解释，对于动态和垂直的报酬现象解释力度不强。因此，现实中存在的与高管报酬相关的动态和垂直变化现象很难仅用代理理论和经理主义来给予满意的解释。例如，墨菲（Murphy，1985）对1964年~1981年72家制造公司的4500个样本进行研究发现，公司的副总裁晋升到总裁时平均获得20.9%的报酬增加，晋升到CEO时平均获得42.9%的报酬增加，而当他们维持在同样职位的时候，仅有3.3%的收入增加。对于高管人员晋升前后报酬的巨大差异，很难用代理理论和经理主义做出令人信服的解释，但如果运用晋升理论——竞赛理论和社会公平理论，就能够对高管人员报酬的动态和垂直变化给出令人满意地解释。本书第五章就是运用晋升理论对公司内部的级差报酬进行分析，寻找级差报酬的影响因素，并对报酬差距大小与公司未来业绩之间的关系进行研究。

最后，基于本书的前面几章的实证研究结果，对我国上市公司高管报酬激励机制的设计进行探讨。提出从完善隐性长期激励、强化绩效报酬激励、有选择地使用晋升理论、约束不合理报酬、提高高管报酬信息的透明度，以及加强薪酬委员会的独立性这些角度出发，设计出更为有效率的高管报酬激励机制。

二、本书主要研究的几个问题

本书主要研究以下几个问题：

1. 在我国上市公司高管年度报酬中是否包含长期激励成分？如果包含，这种长期激励可以用何种方式度量出来？
2. 代理理论和经理主义是与高管报酬契约设计直接相关的理论，在高管报酬契约中，能否发现两者同时存在的证据？