

新合约冲击、股权激励及薪酬差距

——上市公司总经理薪酬增长的驱动因素与激励效果

巫 强◎著

光明日报出版社

新合约冲击、股权激励及薪酬差距

——上市公司总经理薪酬增长的驱动因素与激励效果

巫 强◎著

光明日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

新合约冲击、股权激励及薪酬差距：上市公司总经理薪酬增长的驱动因素与激励效果 / 巫强著. -- 北京：光明日报出版社，2012. 10

(政治与管理新论)

ISBN 978 - 7 - 5112 - 3315 - 8

I. ①新… II. ①巫… III. ①上市公司 - 总经理 - 工资差额 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 237653 号

新合约冲击、股权激励及薪酬差距：

上市公司总经理薪酬增长的驱动因素与激励效果

著 者：巫 强

出版人：朱 庆

终审人：孙献涛

责任编辑：曹美娜

责任校对：顾梦煊

封面设计：博克思文化

责任印制：曹 诤

出版发行：光明日报出版社

地 址：北京市东城区珠市口东大街 5 号，100062

电 话：010 - 67078248 (咨询)，67078870 (发行)，67078235 (邮购)

传 真：010 - 67078227，67078255

网 址：<http://book.gmw.cn>

E - mail：gmcbs@gmw.cn caomeina@gmw.cn

法律顾问：北京市洪范广住律师事务所徐波律师

印 刷：北京明兴印务有限公司

装 订：北京明兴印务有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社联系调换

开 本：710 × 1000mm 1/16

字 数：136 千字

印 张：10

版 次：2012 年 10 月第 1 版

印 次：2012 年 10 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5112-3315-8

定 价：29.00 元

版权所有 翻印必究

本研究受教育部人文社会科学研究青年项目(12YJC790201)和对外经贸大学新进青年教师科研启动项目(11QD14)的资助。

**献给
清丽、启之**

摘 要

伴随着总经理薪酬的增长出现了诸多争论。就近年来上市公司总经理薪酬而言，除了不断出现一些极端的现象之外，总经理薪酬也正在经历持续的、高速的增长过程，而政府对高管薪酬的管制更是引起了各界人士的激烈争论。要厘清这些争论，需要弄清楚高管薪酬增长的驱动因素是什么、机制是怎样的、对总经理的激励效果如何。然而，从目前的研究来看，国内外学者对总经理薪酬的增长机制存在争论，对总经理薪酬增长与企业绩效之间的关系也存在不同的看法。

本研究的目标在于解释中国上市公司总经理薪酬增长现象，说明其驱动因素、增长机制及激励效果。为了实现目标，研究内容从以下四方面展开：一、上市公司总经理薪酬制度文本的分析；二、总经理薪酬增长机制的经济分析和实证检验；三、检验股权激励与企业绩效之间的关系；四、检验高管团队内薪酬差距与企业绩效之间的关系。

本研究所用的研究方法主要包括文献研究、理论分析和计量分析。

文献研究主要基于 132 家上市公司的 154 份薪酬制度文本展开。在结构化的分析框架下利用频次统计、取同比较法和取异比较法等方法解读制度文本。在结构化分析框架中的要素包括：制度的适用对象、目标、原则、薪酬上限、薪酬下限、薪酬结构（个体）、基本薪酬计算方式、变动薪酬计算方式、薪酬结构（企业）、发放方式、薪酬调整方式。同时，通过将薪酬制度信息结合企业的行业、规模、绩效等特征进行分析，对总经理薪酬增长的驱动因素和作用机制作出探索性的评价，构成后续研究的起点。

理论分析主要用于构建总经理薪酬增长的经济模型。本研究在总经理与董事会的单期静态博弈的分析框架下，将薪酬合约视为总经理向董事会显示能力的一种手段，通过对薪酬合约中基本薪酬、变动薪酬设定方式及其影响因素的分析，说明影响中国上市公司总经理薪酬增长的关键驱动因素，并刻画这些驱动因素发生作用的机制。由此得出一些完整的理论命题，为后续的实证检验设定检验目标。

计量分析主要用于对理论分析得出的总经理薪酬驱动因素的命题进行检验，同时也用于对总经理薪酬激励效果的相关命题进行检验。本研究所有数据均来自国泰安经济金融研究数据库。数据库包含 2000 年至 2009 年沪深股市上市公司高管个人数据和企业数据，变量包括高管前三位薪酬总额、总经理性别、年龄、教育背景、任职时间、兼任情况、企业总资产回报率、控股股东性质、员工人数、营业收入、行业、等等。从 2005 年开始，数据库开始包含高管团队所有成员个人的薪酬数额。研究所用的计量分析方法包括描述性统计、OLS 回归、LOGIT 回归、差中差（DID）、倾向指数法（PSM）等。描述性统计主要用于展示各部分数据变量的基本情况；OLS 回归用于分析总经理薪酬年度增长的影响因素、薪酬差距的表现形态、影响因素以及激励效果等内容；LOGIT 回归用于检验实施股权激励企业的特征；差中差用于检验总经理薪酬增长原因的若干命题；倾向指数法用于检验股权激励对企业绩效的影响。

本研究共得出下列五条主要结论：

结论 1 高管薪酬制度调整是总经理薪酬增长的直接原因，在总经理薪酬的大幅增长中扮演了重要的角色。

通过对高管薪酬制度文本的结构化分析，结合其企业特征和总经理薪酬数据，发现大部分情况下总经理薪酬会出现增长，但薪酬下降的情况并不罕见。新规则冲击往往带来总经理薪酬的极端增长，变动薪酬的基数与利润挂钩可能带来某些年度薪酬的大幅增长，而以固定值设定薪酬上限则总经理年度薪酬大幅增长的可能性较低。

结论 2 单个企业总经理薪酬增长的重要原因之一是总经理在董事会发

生变动时提出新的薪酬合约。

从个别企业总经理薪酬的增长来看，总经理提出的薪酬合约总是会同时提高薪酬的基本薪酬和变动薪酬，于是总经理提出的薪酬合约被接受后往往带来薪酬总水平的大幅提高，也往往带来薪酬总水平的更大波动。同时，总经理更倾向于在董事会发生变动的时候提出新的薪酬合约，从而董事会发生变动大大增加总经理薪酬大幅增长的可能，也大大增加了之后总经理薪酬波动的可能。但是，总经理若通过薪酬合约显示能力的动机降低，则薪酬的波动性降低，所以企业绩效持续表现优秀后，薪酬的波动性降低。

结论3 总经理的流动性增强导致个别总经理薪酬的增长更容易带来普遍的薪酬增长。

作为整体的上市公司总经理薪酬增长与个别企业的总经理薪酬增长密切相关，将二者联系起来的纽带是总经理的流动。总体而言，可以认为高能力的总经理是劳动力市场中一种稀缺的资源，而这种资源具有较高的可流动性，于是个别企业若为其总经理提供了较高的薪酬，整个市场也将会受此行为的影响而引致总体薪酬水平升高，因为其他企业也不得不通过提供较高的薪酬来吸引并保留高能力的总经理。

结论4 总经理薪酬增长伴随着股权激励计划的流行，股权激励计划会对企业绩效带来正向影响，即使存在盈余管理等寻租行为也不能否认股权激励计划对改善企业绩效的积极作用。

在证监会规范股权激励的文件发布之后，每年都有一部分上市公司提出、通过或是实施股权激励计划，总体看来实施股权激励的企业越来越多。通过 LOGIT 回归分析实施股权激励企业的特征发现：企业规模对是否实施股权激励没有显著影响；企业面临的经营风险对企业实施股权激励没有正向影响；国企背景的上市公司更不可能实施股权激励；企业当年的绩效越好越有可能实施股权激励；总经理个人特征对是否实施股权激励的影响不明显。通过倾向指数法分析股权激励对企业绩效的影响发现：股权激励计划对企业绩效有正向的影响；股权激励对企业绩效的正向影响会随着

时间推移而逐渐增大。就盈余管理而言，有股权激励计划的企业有明显的盈余管理倾向，其盈余管理水平略高于市场总体水平，但与具有相似特征的企业相比却没有显著差异。可以认为，尽管股权激励可能会带来一些诸如盈余管理之类的寻租行为，但并不比市场上的其他企业程度更高，总体上不能否认股权激励计划对改善企业绩效的积极作用。

结论 5 总经理薪酬增长伴随着高管团队内薪酬差距的增大，这种薪酬差距总体上与企业绩效存在负向关系。

锦标赛理论是解释高管薪酬差距的重要理论，本文利用中国沪深 A 股上市公司的数据检验了高管薪酬锦标赛的多个命题，总体看来中国企业高管薪酬锦标赛的存在形态和激励性与西方企业存在较大差异。从高管薪酬锦标赛的存在性来看，高管薪酬差距与组织层级存在正向关系，说明锦标赛机制是存在的；从高管薪酬锦标赛的存在形态来看，中国上市公司与西方企业存在明显的差别，中国公司高管薪酬差距受控股股东性质这样的外生性因素影响明显，而西方企业的高管薪酬差距主要受竞争者人数、经营不确定性等内生性因素的影响；与存在形态上的差异类似的是，中国企业高管薪酬锦标赛的激励效果与西方企业也存在明显差异，薪酬差距总体上与企业绩效总体上存在负向关系。

基于以上结论，本研究提出三条建议：首先，辩证看待总经理薪酬增长中的合理因素与不合理因素；第二，规范发展股权激励计划以调整总经理薪酬的结构；第三，创造薪酬差距发挥激励作用的条件或是适度控制高管团队内薪酬差距。

目 录

第 1 章 绪 论 / 1

- 1.1 研究背景 / 1
- 1.2 研究现状 / 3
- 1.3 研究目标与内容 / 14
- 1.4 研究方法与技术路线 / 16
- 1.5 创新与贡献 / 19

第 2 章 总经理薪酬制度安排——基于上市公司制度文本的分析 / 21

- 2.1 样本简介 / 22
- 2.2 薪酬制度文本的横向比较 / 25
- 2.3 薪酬制度文本的纵向比较 / 42
- 2.4 总经理薪酬增长原因的初步判断 / 45
- 2.5 小结 / 55

第 3 章 新合约冲击与总经理薪酬增长——经济分析与实证检验 / 57

- 3.1 新合约冲击与总经理薪酬增长的经济分析 / 58
- 3.2 总经理薪酬增长原因的经验证据 / 66

3.3 总经理薪酬的个别增长到普遍增长 / 79

3.4 小结 / 85

第4章 股权激励与企业绩效——倾向指数法得出的结论 / 87

4.1 描述性统计 / 88

4.2 实施股权激励企业的特征 / 90

4.3 股权激励与企业绩效 / 94

4.4 股权激励与寻租行为 / 96

4.5 小结 / 107

第5章 薪酬差距与企业绩效——锦标赛理论的再检验 / 109

5.1 理论基础 / 112

5.2 数据与变量 / 116

5.3 对高管薪酬锦标赛存在性的检验 / 117

5.4 对高管薪酬锦标赛存在形态的检验 / 121

5.5 对高管薪酬锦标赛激励性的检验 / 125

5.6 小结 / 128

第6章 研究结论与政策建议 / 131

6.1 研究结论 / 131

6.2 讨论与建议 / 133

6.3 不足与未来研究方向 / 135

参考文献 / 137

图表索引 / 147

后 记 / 150

第1章 绪论

1.1 研究背景

人们总是关心钱袋子，而且似乎关心别人的钱袋子胜过关心自己的，尤其关心那些更鼓一些的钱袋子，所以，高管薪酬成为人们热议的话题。又由于上市公司必须每年定期公布高管薪酬的具体信息，上市公司高管们的薪酬总是成为公众讨论的焦点。当然，这只是表象。

事实上，就近年来上市公司总经理薪酬而言，确实出现过一些极端的现象，总经理薪酬也正在经历持续的、高速的增长过程，而政府对高管薪酬的管制更是引起了各界人士的激烈争论。然而，这些争论始终没有弄清楚高管薪酬增长的驱动因素是什么、机制是怎样的、对总经理的激励效果如何。

首先，出现一些极端的高管薪酬现象。据中国平安2007年年报称，平安保险董事长马明哲的税前薪酬达6616.1万元，全国舆论一片哗然。而在2008年年报中，这位董事长兼CEO的薪酬一栏，只剩下几个并列的“0”。从“天价薪酬”到“零薪酬”，总经理薪酬在两个极端间的转换如此迅速而自然，着实又让人觉得不好理解这件事。

第二，上市公司总经理薪酬近十年来经历了一个高速、持续的增长。从图1-1可以看出，总经理年度薪酬中值从2000年的不超过4万增长到2009年的约30万（未调整），大约增长为原来的8倍，这种增长速度丝毫

不逊色于北京市房价增速。同时，这种增长是持续的，即使金融危机也没有影响到 2008 和 2009 这两年总经理薪酬中位值的增长趋势。

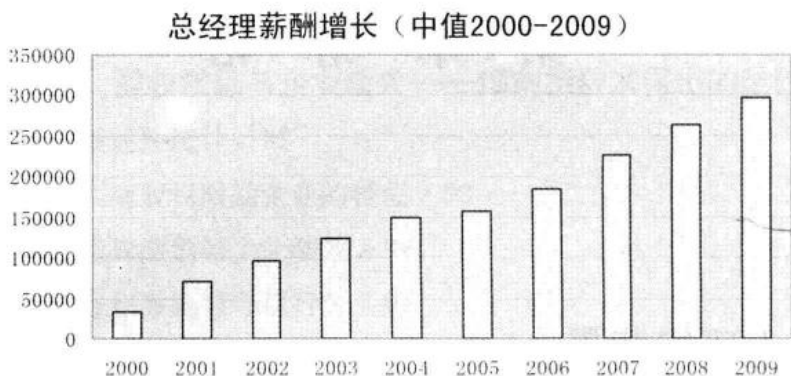


图 1-1 总经理薪酬增长

第三，高管薪酬管制重新受到重视，但其合理性仍存在争论。2008 年金融危机之后，全球范围内出现了对高管薪酬进行管制的风潮，为了证明对那些公认为对 08 年金融危机负有不可推卸责任的大公司的援助是合理的，政策制定者不断引入各种各样的新的财经规制，在这些规制当中，对于高管薪酬的限制扮演了重要的角色。例如，美国实施了问题资产救济计划（Trouble Assets Relief Program, TARP），这个计划对金融部门中的问题企业提供资金注入的同时附加对高管薪酬进行限制的条件。在德国，银行向金融市场稳定基金（Financial Market Stabilization Fund, SoFFin）寻求帮助的话，必须要将 CEO 们的薪酬（包括福利支付）限制在最高每年 50 万欧元以内。在英国，对接受政府援助的银行高管薪酬也有类似的限制（Suntheim, 2010）。当然，这样的薪酬管制并不是首次出现，即使在中国也存在之前就有的一些管制措施。然而，对高管薪酬管制也从来都会存在不同的声音，比如：一方面，有人会认为管制有效地遏制了高管对股东财富的攫取，另一方面，也有人认为管制不利于对高级管理人才的吸引和激励。

第四，关于高管薪酬市场化问题存在争论。在中国，一半以上的上市公司拥有国企背景，部分总经理仍然属于政府官员，如何确定这一部分人

的薪酬水平、结构以及增长机制，其实是一个是否需要市场化、如何市场化的问题。对于这样一个市场化的问题，也存在着不同的看法，一方面，有人认为这部分总经理既然其身份还是政府公务人员就不应执行市场化的薪酬政策，另一方面，有人认为他们既然履行的是总经理的职责就应该参照市场规则制定相应的薪酬政策。

总之，驱动因素与激励效果是讨论其他高管薪酬相关问题的基础。不管是对薪酬管制的争论，还是对总经理薪酬市场化的争论，其根源都在于对总经理薪酬增长的驱动因素和激励效果没有一个清晰合理的解释，因此，对这两方面的问题进行理论上的探讨和实证上的检验显得尤有必要。

1.2 研究现状

从目前的研究来看，国内外学者对总经理薪酬的增长机制存在争论，对总经理薪酬增长与企业绩效之间的关系也存在不同的看法。由于关于总经理薪酬与企业绩效之间关系的研究更多偏重于薪酬结构对企业绩效的影响，而薪酬结构中最重要的问题则是关于股权激励和薪酬差距的问题，所以在回顾总经理薪酬与企业绩效关系的文献时，主要考虑这两方面的研究成果。

1.2.1 对总经理薪酬增长机制的研究存在争论

(1) 国内研究集中于对高管薪酬决定因素探讨，对增长的研究相对缺乏。

从目前的研究结论来看，正如杜胜利和翟艳玲（2005）所证实的那样，公司规模、绩效、内部所有权、独立董事比例、多元化、总经理年龄与报酬之间存在正相关关系，而国有股、无形资产比例、公司风险、两职兼任、年龄的平方与报酬之间存在负相关关系。其中对报酬具有显著影响

的变量为公司规模、国有股比例、无形资产比例和绩效。

(2) 最优合约视角——认为薪酬增长源于变动薪酬增加。

由于企业所面对的商业环境越来越不稳定，更高的奖金已经成为最优选择（Inderst 和 Mueller，2005，Dow 和 Raposo，2005）。Inderst 和 Mueller（2005）构建了一个说明总经理薪酬增长的动态模型，分析了董事会面临的问题、最优的 CEO 薪酬框架、离职金与管理层防御以及一般薪酬框架等问题，指出在一个稳定的环境中，事前就改变企业的战略和管理以达到未来最优的这种可能性是相对小的，CEO 进行防御的成本也是相对小的。相反，在一个不太稳定的环境中，事前的这种可能性较大，CEO 防御的潜在成本是极大的。从而，事前就改变企业的战略和管理，也就是薪酬合约中纳入这些因素成为了最优的选择。Dow 和 Raposo（2005）也构建了一个理论模型，在对总经理薪酬与企业战略之间的关系进行分析后，认为在一个可执行的战略中包含了困难战略（导致 CEO 与股东之间出现分歧的战略）的环境中，股东应该实行一个高薪酬的策略，从一开始就向 CEO 提供一个激励成分很高的薪酬包以使得 CEO 有动力去做出战略选择，即使有时候从实施阶段的结果看来是提供了一个过高的薪酬水平。这样做有助于纠正 CEO 进行过分惹人注目却又难以实施的重组的倾向，使他们更多地实行股东们更乐意看到的那些改变。Cuñat 和 Guadalupe（2005）研究了海外竞争的变化对美国经理人员激励的影响，这些激励的形式包括薪酬结构、晋升路径、以及流动，等等。他们利用高管人员的面板数据，把海外竞争作为衡量外部影响的变量，把关税和汇率作为工具变量，估计了全球化在这些人的劳动力市场产出上的因果效应。两位学者的研究发现更高的海外竞争带来各种各样的更多的激励措施，其中较为明显的就是增加了薪酬与绩效之间的敏感性。

这类解释的问题在于最优合约并不一定带来总经理薪酬的增长，因为变动薪酬的增加并不能从逻辑上严格地推出薪酬总额的增加，毕竟有两种方式可以增加变动薪酬：一种是保持基本薪酬不变，增加变动薪酬的数

量；另一种是保持薪酬总额不变，增加变动薪酬的数量。

(3) 经理人权力视角——认为薪酬增长源于经理人权力的增加。

Bertrand 和 Mullainathan (2000) 研究发现治理较好的公司更少地为运气付酬，治理越差的公司的 CEO 为其新授期权所负的责任也越小。可以认为，当变动的环境创造了榨取额外租金的机会——或者通过改变愤怒成本，或者通过赋予新的伪装手段——经理们将寻求完全利用它们的手段，将企业推进一个他们能这样做的均衡中 (Bebchuk 等, 2002)。Hall 和 Murphy (2003) 提出董事会不能评估这种形式薪酬的真实成本导致股票期权支付水平的暴涨。Jensen, Murphy 和 Wruck (2004) 引入了一个用于分析组织中的报酬与激励的概念框架，分析了经理人和股东之间、董事会成员与股东之间这两种委托代理问题。文中讨论了设计良好的薪酬包如何能够减轻前一个问题，而设计良好的公司治理政策和流程如何能减轻后一个问题。通过对 1970 年至 2002 年美国高管薪酬的历史数据的分析，他们认为出于会计和现金流方面的考虑，董事会和经理人都错误地认为股票期权是很便宜的，从而，过多的期权被授予给了过多的人。

这类解释的不足之处在于经理人权力一直就存在，而且没有证据表明经理人权力一直在增强，如何能讲是经理人权力的变化带来的薪酬增长呢。事实上，有证据表明公司治理结构的进步在持续削弱经理人权力。Murphy 和 Zábajník (2004) 认为既然存在为数不少的公司丑闻，公司治理上的缺陷在一定程度上可以作为对 CEO 薪酬水平增长的可能解释。但是，不能把它看作事情的全部，甚至把它视作最重要的部分。

首先，Bebchuk - Fried - Walker 的假说没有给出一个 CEO 薪酬“增长”的原因。显然，CEO 在三十年前也是试图攫取租金的，这个不可能变化。但现在，一个可能的解释也许是董事会变得越来越好糊弄。然而，董事会并不是变得越来越好糊弄，而是变得越来越独立 (Holmstrom 和 Kaplan, 2001)。这使得 CEO 要想从股东那里得到一些本不应得到的报酬变得更为困难。

第二，管理者权力理论的解释意味着内部晋升的 CEO 应该比外部招聘的 CEO 拿得更多一些，因为内部晋升的 CEO 显然与公司董事会渊源更深。但是，这个推论没有得到经验数据的支持。Murphy 和 Zábajník (2003) 的研究表明，外部招聘的 CEO 的薪酬比内部晋升的 CEO 的薪酬要高大约 15.3 个百分点。而且，这个差额随着时间的增加在增加，20 世纪 70 年代是 6.5 个百分点，80 年代是 17.2 个百分点，而 90 年代是 21.6 个百分点。

第三，在（美国）过去的三四十年中，CEO 职位的空缺更多是通过外部招聘而不是通过内部晋升填补的，管理者权力理论的主张即使不是直接和这个趋势相冲突也是难以相兼容的。在 20 世纪 70 年代，新任 CEO 有 15% 来自外部招聘，80 年代这个比例上升到 17%，到了 90 年代则达到 26%。这个趋势说明作为内部人或是与董事会有着紧密的联系对于 CEO 职位的竞争来讲已经变得没有这么重要了，这也从另一个角度说明董事会并不是变得更容易欺骗了。

(4) 总经理职位的特殊性——认为薪酬增长源于总经理职位性质的改变。

首先，公司内部的变化带来了总经理职位性质的变化。Hermalin (2004) 通过理论分析认为 CEO 薪酬的增长反映了更严格的公司治理，为了补偿高管们越来越高的被辞退的可能性，他们的薪酬必须增加。Kaplan 和 Minton (2006) 的研究结果也暗示了董事会角色的演变对 CEO 薪酬增长有影响^①。此外，组织结构的变化也可能是 CEO 薪酬增长的原因，组织的

^① Kaplan 和 Minton (2006) 的研究表明董事会不仅对相对于行业来讲的较差绩效做出反应，而且对较差的行业绩效或较差的市场绩效都会做出反应。到了内部变更已经增加的程度，董事会也表现出监督得更加频繁、更加积极。对于这些结果可以认为董事会——也许是在大股东的授意下——不仅继续扮演了 1980 年代董事会的角色，还扮演了那时恶意收购扮演的角色。同时，他们的研究结果显示 CEO 职位比以往我们认为的要更为不稳定。当内部变更也算在内时，CEO 在 1998 到 2005 年间的平均任期已经降低到 6 年，远远短于过去 1970 年代、80 年代、90 年代的平均任期。对于 CEO 个人来讲，更短的期望任期或许会抵消这段时间 CEO 薪酬增加带来的收益。