
Research on The Salary Incentive
Mechanism of Listed Companies' Senior
Executives: experience come from the
Securities Market of China

上市公司 高管薪酬激励 机制研究

基于中国证券市场的理论与实践

郭淑娟 著



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

上市公司高管薪酬激励机制研究

——基于中国证券市场的理论与实践



企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司高管薪酬激励机制研究: 基于中国证券市场的理论与实践/郭淑娟著. —北京: 企业管理出版社, 2013. 5

ISBN 978-7-5164-0342-6

I. ①上… II. ①郭… III. ①上市公司-管理人员-工资管理-研究-中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 086568 号

书 名: 上市公司高管薪酬激励机制研究: 基于中国证券市场的理论与实践

作 者: 郭淑娟

责任编辑: 韩天放

书 号: ISBN 978-7-5164-0342-6

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 编辑部 (010) 68701292 发行部 (010) 68414644

电子信箱: bjtf@vip.sohu.com

印 刷: 香河闻泰印刷包装有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 11 印张 210 千字

版 次: 2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 50.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

高管薪酬激励是激励机制的重要内容，也是上市公司治理结构的重要组成部分。高管薪酬激励的有效性直接影响到代理成本，进而影响公司经营效率和公司绩效。20 世纪 90 年代以来，随着全球资本市场的一体化和全球公司治理规范的趋同，对高层管理者薪酬激励作为一种公司治理机制也在全球范围内推广。由于历史原因的影响，我国的薪酬激励机制建设仍需要大力发展，期待取得实质性的突破，以改变如薪酬结构不合理，薪酬与绩效关联度比较弱，公司绩效评价指标不能全面反映高管人员的管理能力和决策水平以及市场非充分有效等弊端。中国国际经济地位的提升和国际经济一体化进程的加快，对我国公司薪酬结构等公司治理问题提出了迫切的要求，建立完善的薪酬体系已经成为迫切需要解决的问题。上市公司作为我国经济体的重要组成部分，是我国企业的核心力量，对上市公司高管薪酬与企业绩效等相关变量展开研究，具有非常重要的理论及现实意义。

高管薪酬是一个异常敏感而又非常重要的话题。2002 年，我国开始推行国有企业高管年薪制，规定其年薪不得超过职工平均工资的 12 倍。但随着经济的快速发展，这一比例早已被突破。2007 年，中国新闻网对我国上市银行高管薪酬的统计发现，多名高管年薪超过 280 万元。2008 年，金融业业绩普遍大增，中小商业银行的资本充足率全部达标，高管薪酬普遍水涨船高，平安集团董事长马明哲却宣布 2008 年将领取“零薪酬”，这引起了广大民众和众多研究者的质疑，高管薪酬究竟由什么决定？高管是否可以自定其薪酬？高管自定薪酬的途径

是什么？

2009年，央企负责人平均年薪已达到68万元。在此背景下，2009年2月8日，财政部办公厅颁布《金融类国有及国有控股企业负责人薪酬管理办法（征求意见稿）》，提出负责人基本年薪取决于两个因素：其一，公司的职位等级（企业资产、业务范围、业务领域广度等决定）；其二，所在企业、所在行业、所在地区的在职职工工资水平加权平均后乘以5。《办法》决定，从2009年起对金融类国有企业进行量化绩效考评，金融企业绩效评价结果作为确定金融企业负责人薪酬的重要依据。同年，人力资源和社会保障部等六部门也联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，对中央企业高管发出“限薪令”。这些意见和办法的及时出台为进一步严格规范国有企业、金融机构高管人员的薪酬制度奠定了基础，同时，也警醒企业应严格控制和监管在职消费，建立根据经营管理绩效、风险等级和责任强度来确定高管薪酬的分配制度。

一直以来，国有企业高管薪酬问题都是国企改革的难点，存在多方面的争议。第一，国有企业高管以特殊的行政化任命的身份，领取高额的企业化高管薪酬，其薪酬是不是过高了？第二，国有企业高管享有各种福利和职务消费，如公车、“金色降落伞”计划等等隐性收入，而这些福利和在职消费是普通职工甚至是一般的企业高管所无法享受到的。这也是国企高管薪酬备受质疑的重要原因。第三，国企高管存在名义工资和实发工资差别的现象，而由于信息不对称，政府很难监管，或者监管成本很高。一句话，民意的焦点是：凡是享受了政府行政资源的企业，其高管的所有收入都需要政府用严格的制度来限定。基于此，本研究以中国深、沪两市上市公司高管为研究对象，并在实证部分将所有的样本公司划分为三组进行检验，即全部上市公司样本组、国有企业样本组和非国有企业样本组。遵循“现状描述→理论解释→实证检验→政策建议”的思路，对我国企业高管薪酬激励机

制问题进行系统性研究。

本研究的主要内容包括：

第一，对高管薪酬理论及实证研究的相关文献进行了梳理和简要评价。参阅文献是进行研究的基础，通过整理既有的研究文献，总结高管薪酬理论的发展变迁，有助于我们加深对高管薪酬理论的理解，也有利于把握我国上市公司高管薪酬问题的研究脉络和发展方向。

第二，分析美国、日本等国家的公司高管薪酬的特点及发展趋势，以期对我国上市公司高管薪酬制度的完善提供有益的启示。

第三，剖析我国高管薪酬激励机制的内容以及影响高管薪酬的因素，这是研究公司高管薪酬问题的起点，是提出假设的依据，也是后文进行实证检验的基础。

第四，实证分析和检验是本研究的核心和重点内容。有关中国上市公司的财务状况、公司治理、市场交易等财务数据来自于 CCER、CSMAR、Wind 数据库，涉及高管上任初始至考察年度年末的任期、控股公司兼任等数据和其他数据库缺失的数据，则通过公司年报手工收集获取。采用的研究方法主要包括：回归分析法、比较分析法和主成分分析（principal component analysis）法，利用面板数据（panel data）模型来检验本文的理论假设，并通过实证模型，运用统计软件进行数据处理，验证理论研究阶段提出的命题。

第五，根据实证研究中的描述性统计分析结果以及回归估计结果，剖析我国上市公司高管薪酬激励机制中存在的主要问题及原因所在，并据此提出完善我国上市公司高管薪酬激励机制的政策性建议。

本研究试图在以下方面有所创新：

首先，从研究视角上讲，立足高管行为，重点研究公司绩效、管理层权力、在职消费、高管年龄、公司所处地区等相关变量与高管薪酬的关系，动态地分析我国现有的上市公司高管薪酬激励机制存在的问题。同时，对高管薪酬的激励效果也进行了较为详尽的分析和总结。

其次，从研究内容上讲，本研究综合运用薪酬理论，分析影响高管薪酬的多种因素、不同薪酬结构的特性，构建面板数据模型，考察各因素间的交互作用，并对高管货币薪酬及结构进行多角度的实证分析，结论有助于完善现有的高管薪酬激励机制。尤其是对上市公司高管在职消费的分析，对完整地衡量高管薪酬、揭示国有企业与非国有企业高管薪酬间差距，提供了新的思路。

通过本研究，如果能够对我国上市公司高管薪酬问题提供新的研究角度和研究内容，将是对作者极大的鼓励。当然，由于时间仓促，作者水平有限，可能存在纰漏甚至错误，希望读者批评指正，并提出宝贵意见。

本研究在写作过程中，查阅和参考了国内外各种与研究有关的文献，吸取了其中的研究成果，在此表示深深的谢意。对论文有较大影响的文献资料已在脚注或参考文献中标出，可能还有遗漏之处，谨致歉意！

目 录

1 导 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究价值	3
1.2.1 理论价值	3
1.2.2 现实价值	3
1.3 研究对象与研究方法	4
1.3.1 研究对象	4
1.3.2 研究方法	4
1.4 研究基本思路与结构安排	5
1.4.1 本研究的基本思路	5
1.4.2 本研究的框架结构安排	6
1.5 本研究的创新之处	7
1.5.1 研究视角的创新	7
1.5.2 研究内容的创新	7
2 高管薪酬激励机制的理论诠释和研究状况	8
2.1 高管薪酬研究的理论诠释	8
2.1.1 委托代理理论对高管薪酬激励的诠释	8
2.1.2 人力资本理论对高管薪酬激励的诠释	9
2.1.3 激励理论对高管薪酬激励的诠释	11
2.1.4 最优契约理论对高管薪酬激励的诠释	13
2.1.5 经理主义视角下的管理层权力理论对高管薪酬激励的诠释	14
2.2 国外高管薪酬实证研究的发展状况	15
2.2.1 关于高管薪酬激励影响因素的相关研究	15
2.2.2 股权激励效应及对公司绩效影响的相关研究	18

2 上市公司高管薪酬激励机制研究——基于中国证券市场的理论与实践

2.2.3	高管薪酬激励机制对公司绩效推动作用的相关研究	19
2.3	国内高管薪酬的研究状况	20
2.3.1	企业绩效、规模与高管薪酬关系研究	20
2.3.2	高管权力与高管薪酬关系研究	21
2.3.3	股权激励与高管薪酬关系研究	22
2.3.4	行业因素与高管薪酬关系研究	22
2.4	文献评价	23
3	高管薪酬激励机制的历史沿革	25
3.1	美国高管薪酬激励机制的发展历程	25
3.1.1	美国高管薪酬激励机制发展的阶段	25
3.1.2	美国高管薪酬结构分析	29
3.1.3	美国高管薪酬的发展趋势	31
3.2	日本高管薪酬激励机制的发展过程	33
3.2.1	日本公司治理结构的特征及其对高管薪酬的影响	33
3.2.2	日本公司高管的薪酬结构和水平	35
3.3	国内高管薪酬激励机制的发展历程	36
3.3.1	停滞阶段（1949 年—1978 年）	36
3.3.2	发展阶段（1978 年—1992 年）	37
3.3.3	规范阶段（1992 年—2002 年）	37
3.3.4	完善阶段（2002 年至今）	38
3.4	国外高管薪酬激励机制对中国企业的启示	40
3.4.1	综合考虑高管薪酬的内、外部影响因素	40
3.4.2	提高薪酬业绩之间的相关度，加强对风险的衡量和管理	41
3.4.3	提高高管薪酬中的浮动薪酬部分	41
3.4.4	高管薪酬“追回制度”的有益启示	42
3.4.5	股东更加主动地了解 and 参与高管薪酬的决策过程	43
3.4.6	加强对高管薪酬的管控和披露要求，提高透明度	43
3.4.7	完善对高管薪酬决定权限的规制	44
4	高管薪酬激励机制的内容	45
4.1	高管薪酬的相关概念界定	45

4.1.1	高管概念界定	45
4.1.2	高管薪酬概念界定	46
4.2	高管薪酬的特点	48
4.3	高管薪酬的激励路径	49
5	高管薪酬激励机制研究的实证设计及检验	51
5.1	样本选择与数据来源	51
5.1.1	样本选取	51
5.1.2	数据来源	53
5.2	变量选取与基本模型构建	54
5.2.1	变量选取	54
5.2.2	假设提出	60
5.2.3	基本模型构建	65
5.3	描述性统计	66
5.4	相关性分析	74
5.5	基本模型的回归检验	76
5.5.1	被解释变量为前三名高管薪酬均值	77
5.5.2	被解释变量为高管在职消费	79
5.5.3	被解释变量分别为高管货币薪酬和在职消费时回归结果 的比较	82
5.6	本章研究结论	83
6	上市公司实际控制人性质对高管薪酬影响的实证检验	85
6.1	假设提出	85
6.2	模型构建	86
6.3	回归估计	87
6.3.1	分组样本检验	87
6.3.2	上市公司实际控制人与公司绩效、管理层权力交互作用 对高管薪酬的影响	95
6.4	本章研究结论	99

7 高管薪酬激励效果的实证检验	101
7.1 假设提出	101
7.1.1 公司绩效与高管货币薪酬	101
7.1.2 公司绩效与资本结构	102
7.1.3 公司绩效与高管持股比例	103
7.1.4 公司绩效与管理层权力、高管在职消费	104
7.2 模型构建	105
7.3 相关性分析	105
7.4 回归估计	107
7.4.1 国有企业样本回归估计结果	107
7.4.2 非国有企业样本回归估计结果	109
7.4.3 全部样本公司回归估计结果	111
7.5 本章研究结论	113
8 完善中国上市公司高管薪酬激励机制的政策建议	114
8.1 完善上市公司治理结构	114
8.2 完善高管薪酬披露制度	115
8.3 实现高管薪酬结构的多元化	115
8.4 充分发挥董事会的监督作用	116
9 结论及研究展望	117
9.1 研究结论	117
9.2 本文的局限性	119
9.3 未来的研究方向	120
附 录	121
附录 1: 管理层权力合成指标的主成分分析过程	121
附录 2: 样本名录	125
参考文献	161

1 导 论

1.1 研究背景

企业所有权和经营权的相互分离是现代企业最重要的特征之一。两权分离下，企业所有者即股东拥有最终的财产所有权和剩余索取权，企业管理者代表所有者行使经营控制权。企业所有者常常将直接的经营控制权交予代理人，管理者却不承担、或者说不全部承担最终的决策风险。这就是股东和管理者利益函数的不一致，同时又存在着信息不对称的现象，导致企业所有者和经营者之间形成了委托——代理关系^①。剩余控制权和剩余索取权的分离，致使委托代理可能带来的经理偷懒、投资过度或不足、无效率的并购等都可能导致股东财富的损失，即这些机会主义行为都是以牺牲所有者的利益为代价的，同时也是代理成本最显著的体现。为此各种旨在降低委托代理成本的治理机制相继出现，设计良好的经理薪酬契约被认为是实现经理人目标和股东目标兼容的主要机制之一^②。

① 莫冬燕，邵聪．高管薪酬、股权激励与公司绩效的相关性检验 [J]．科学决策，2010（07）：18-29．

② 方军雄．我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗？[J]．经济研究，2009（03）：110-124．

合理的薪酬能有效地激发经营者的积极性、主动性,促进经营者全心全意地为企业目标奋斗,提高企业效益。长期以来,我国上市公司高管人员薪酬制度不合理,人力资本不能按照生产要素分配原则参与分配,导致高管人员缺乏工作积极性和创造性,造成部分上市公司的财务状况及经营状况日益恶化,极大地损害了广大股东的权益和投资者的积极性,动摇了证券市场的基石。尤其是近年来,高管薪酬风波事件不断涌现,社会公众开始对高管薪酬激励是否恰当产生了质疑,甚至有人建议运用法律手段限制过高的高管薪酬。2002年,我国开始推行国有企业高管年薪制,规定其年薪不得超过职工平均工资的12倍。但随着经济的快速发展,这一比例早被突破。2007年,中国新闻网对我国上市银行高管薪酬的统计发现,多名高管年薪超过280万元。中国平安2007年年报数据显示,该公司有数名高管2007年的税前薪酬超过4000万元,董事长兼首席执行官马明哲平均每天收入18.12万元,真可谓名副其实的“日进斗金”。2008年,中国首屈一指的大券商国泰君安也因“百万薪酬风波”再次成为关注的焦点,引起了民众的广泛质疑。同年,金融业业绩大增,中小商业银行的资本充足率全部达标,高管薪酬普遍水涨船高。

美国次贷危机引发的金融海啸席卷了全球金融市场,并波及到了实体经济,全球经济信心受到强烈打击。各国企业为降低成本,纷纷降低高管人员薪酬。美国政府宣布了“限薪令”,中国政府也宣布金融类国有企业负责人最高年薪为280万元,且为税前收入;德国等欧洲国家各大企业高管纷纷自觉放弃年终奖;英国金融服务局(FSA)出台《高层管理规定、制度及监控——2009薪酬法案》,旨在完善薪酬制度,规避金融风险。在这种大环境下,高管薪酬策略和计划管理必然受到影响。如何保证高管薪酬策略与计划同企业经营战略保持一致,与股东利益保持一致,同时还不能失去市场竞争力,成为现代企业公司治理改革的一项重要课题。

自改革开放以来,我国一直在探索适合市场经济转轨环境下的新的分配制度,并正在将收入分配制度与激励制度、绩效评估制度相融合,以构建最有经济效率的分配制度模式。但是,由于政策环境、经济环境、社会文化、公司治理结构和企业内部条件等诸多因素的影响,我国企业高级管理层的报酬在数量、结构和方式上都存在很多问题,特别是缺乏有效的长期激励机制,从而出现了严重的“内部人控制”、“59岁现象”等问题。这表明我国企业管理层的激励制度普遍存在着激励严重不足和约束疲软乏力的问题。这些问题的存在,使得高管薪酬不能真正起到激励作用,反而直接导致了企业高管人员行为的“异化”和人才的流失,极大地制约了企业的可持续发展。因此,建立起有效地高管薪酬激励制度,已成为企业做大做强、长远发展的关键。

本研究拟以 2006-2010 年沪、深上市公司数据为样本,借助 Excel、SPSS 软件对样本公司高管薪酬影响变量进行了实证研究,揭示我国上市公司高管薪酬的影响因素及其效应,根据分析得出结论并提出相关建议,以期能为激励机制的设置提供相关的参考资料。

1.2 研究价值

1.2.1 理论价值

首先,中国上市公司高管薪酬激励机制的研究可以丰富薪酬激励理论。随着 21 世纪证券市场的蓬勃发展和上市公司的数量增多以及在社会经济中地位的不断提升,经营者在经济发展中的地位越来越重要,上市公司高管人员的价值也越来越被重视,他们的薪酬越来越受到各方的关注。高管处于管理层的最高领导地位,承担着企业战略提出、战略执行等关系公司生存、发展的重大任务,对高管的薪酬激励是非常重要的。本文的研究可以丰富现有的高管薪酬理论。

其次,中国上市公司高管薪酬激励机制的研究有利于丰富新制度经济学、企业理论、会计学、产业经济学等相关学科的研究内容。高管薪酬激励机制的研究涉及多种学科,如会计、财务管理、企业管理、制度经济学等,本研究试图加深各学科之间的联系、互通和融合。

1.2.2 现实价值

首先,中国上市公司高管薪酬激励机制的研究将为高管薪酬契约的改革提供一定的数据支持。长期以来,我国上市公司高管人员薪酬激励机制不合理,人力资本不能按照生产要素分配原则参与分配,导致高管人员缺乏工作积极性和创造性,经营短期化行为较为普遍,造成部分上市公司的财务状况及经营状况日益恶化,极大地损害了广大股东的权益和投资者的积极性,动摇了证券市场的基石。在这种形势下,采用在我国上市公司 2006-2010 年的数据作为样本,通过具体考察我国上市公司高管薪酬与公司绩效的实证关系,可以为我国高管薪酬激励机制改革提供一定的依据和实证支持。

其次,中国上市公司高管薪酬激励机制的研究是解决我国企业代理问题的重要途径。现实中不合理高管薪酬的存在,严重影响了企业的经营状况和效率,极大制约了企业的可持续发展。若股东拥有关于经理活动和投资机会的完全信息,他们就可以根据经理的努力程度来执行薪酬契约,但信息的不对称使得基于经理人努力的薪酬契约事实上不可行。这样,把薪酬与业绩相挂钩的业绩型薪酬就成了次优选择,业绩型薪酬将促使经理人在追求个人报酬最大化的同时实现公司

业绩以及股东财富的最大化。通过这些机制的有效实施,既可以最大限度地激发代理人为委托人工作的积极性,又能够最大限度地降低企业的代理成本,从而实现委托人和代理人之间的互利共赢。因此,如何建立并完善高效的高管薪酬激励机制,已成为企业改革的当务之急。

1.3 研究对象与研究方法

1.3.1 研究对象

本研究以中国深、沪两市上市公司高管为研究对象,通过实证分析我国上市公司的高管薪酬数据,遵循“现状描述→理论解释→实证检验→政策建议”的思路,对我国企业高管薪酬问题进行系统性研究。

1.3.2 研究方法

本研究拟从 CSMAR、CCER、Wind 数据库获取中国上市公司的财务状况、公司治理、市场交易等财务数据,从年报中手工收集涉及高管上任初始至考察年度年末的任期、控股公司兼任等数据和其他数据库缺失的数据,利用面板数据(panel data)模型来检验本文的理论假设,并通过实证模型,运用统计软件进行数据处理,验证理论研究阶段提出的命题。

本研究在研究具体问题时拟采用具体适当的研究方法:

(1) 回归分析法。本研究拟主要采用回归分析法对中国上市公司高管薪酬问题进行实证研究,主要通过在数据库中搜集我国上市公司 2003-2010 年的数据,通过 SPSS 软件对所搜集的数据进行整理和分析进而得出研究结论,结合国家当前形势及国家政策,进行加工整理,对我国上市公司高管薪酬激励机制进行研究。

(2) 比较分析。为了准确把握我国上市公司高管的薪酬水平和薪酬结构,本文对全部样本进行分组,区分国有企业、非国有企业这两组样本,比较各组高管薪酬之间的差异,并分析原因。

(3) 主成分分析(principal component analysis)。在分析管理层权力合成指标时,分别提出与分析目标有关的多个因素或变量,而每个因素或变量都在不同程度上反映分析目标的某些信息,再将多个因素或变量通过线性变换以选出较少个数的重要因素或变量,但这些新因素或新变量仍然能够尽可能地保持原有信息。

1.4 研究基本思路与结构安排

1.4.1 本研究的基本思路

本文以我国上市公司高管为研究对象,遵循“现状描述→理论解释→实证检验→政策建议”的思路,对我国上市公司高管薪酬问题进行系统性研究。如图1-1,主要技术路线如下:首先,检索和梳理国内外高管薪酬的基础理论和相关研究文献;其次,分析高管薪酬激励机制的内容以及影响高管薪酬的因素;再者,从CSMAR、CCER、Wind上市公司年报中获取研究所需的财务、公司治理和市场交易等方面数据,并进行初步的描述性统计分析,对我国上市公司的公司治理、高管薪酬、企业绩效、在职消费等进行系统性描述;在此基础上,建立面板数据模型,实证检验企业绩效、公司治理机制、企业基本特征、高管控制权、权变因素等与高管薪酬之间的相关性或敏感度;最后,根据上述步骤的描述性统计分析结果以及实证研究结果提出政策性建议。

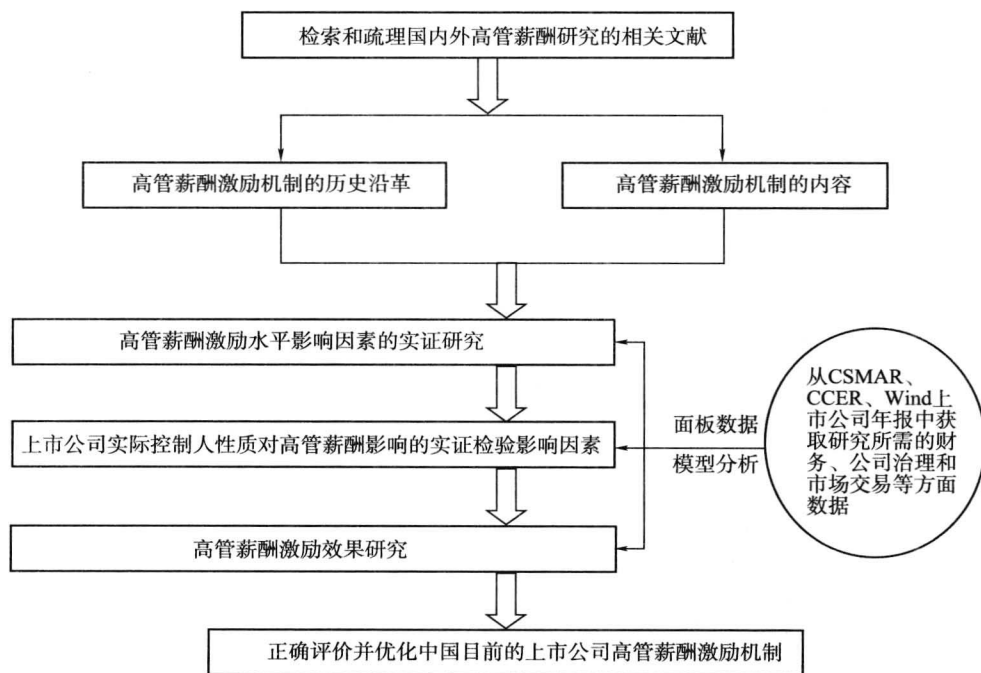


图 1-1 研究思路图

1.4.2 本研究的框架结构安排

本研究的框架结构如图 1-2 所示。

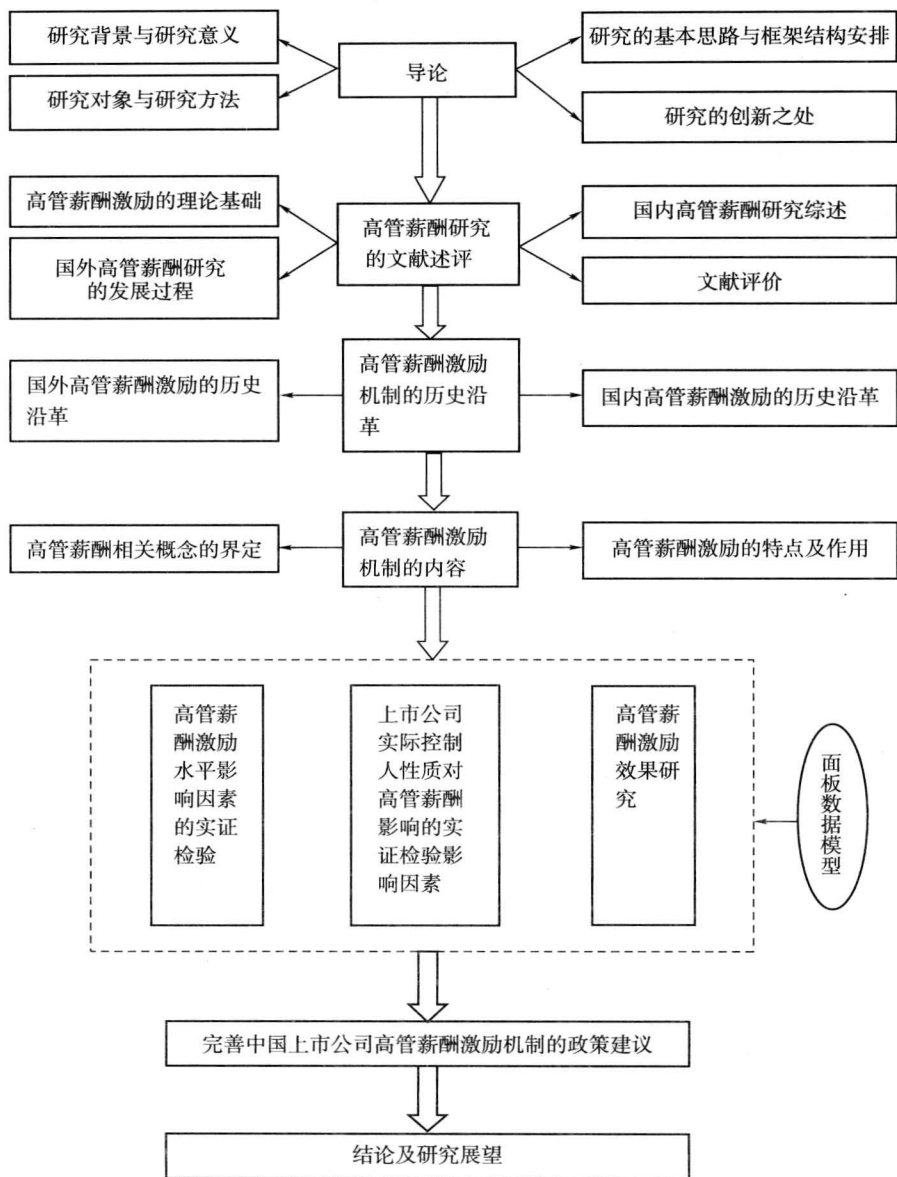


图 1-2 本研究的框架结构图