

# 高管报酬隐性激励的实证研究

张 鸣, 陈 震

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

**摘 要:**文章运用虚拟变量改变业绩评价指标斜率的方法,考察了成长性不同的两类上市公司的高管年度报酬与会计收益和市场价格这两个业绩指标的关系。研究后发现,年度报酬包含着隐性长期激励的报酬形式。与稳定成长公司相比,高成长公司会在市场股价指标上赋予较大权重,在会计收益指标上赋予较小权重;同时,高成长公司会给予高管较大的保底报酬。

**关键词:**高管人员;年度报酬;会计指标;股价指标;隐性激励

**中图分类号:**F061.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)03-0056-08

## 一、引 言

现代西方高管报酬一般由年度报酬、长期激励收入、福利这几部分组成,其中,长期激励收入占全部收入的比例较高,其形式主要有长期持股、股票期权等。当前我国高管报酬激励形式还不完善,股票期权几乎还没有,高管普遍持股较低,零持股现象严重(魏刚,2000);报酬结构中长中短期激励失衡(谌新民等,2003)。因此,在我国上市公司中,类似于西方高管的长期持股、股票期权等显性长期激励形式几乎没有。本文将报酬契约中对高管实现公司长期目标的考核在当期年薪中予以反映的这种激励形式界定为隐性长期激励<sup>①</sup>,通过对这种隐性长期激励的存在性和有效性进行考察,来研究报酬契约中的长期激励问题。

## 二、文献述评

### (一)相关文献综述

1. 国外关于高管报酬的实证研究。Holmstrom(1979,1982)运用标准代理模型分析了公司业绩在高管报酬契约中的作用和报酬契约中业绩度量的权重。Sloan(1993)对会计收益在报酬契约中的作用进行了理论和实证分析,他

收稿日期:2005-09-23

作者简介:张 鸣(1958—),男,上海人,上海财经大学会计学院教授,博士生导师;

陈 震(1972—),男,安徽蚌埠人,上海财经大学会计学院博士生。

发现会计收益指标可以减少契约中仅采纳市场指标所产生的噪音,改善报酬契约的有效性。Kim 和 Suh(1993)认为会计指标能减少道德风险,但也削弱了市场指标风险收益共享机制的作用。Jensen 和 Murphy(1990)的实证研究表明:高管报酬与会计指标和市场指标的业绩度量之间存在适度的相关性。Agrawal 与 Walking(1994)提出了高管报酬的决定因素有公司规模、成长性和公司业绩。

2. 国内关于高管报酬的实证研究。魏刚(2000)、李增泉(2000)研究发现高管年度报酬与公司业绩并不存在显著的正相关关系,而与公司规模和地区差异存在显著相关关系。陈志广(2002)发现高管年度报酬与企业绩效、规模和法人股比例等存在显著正相关,以及行业、地区对报酬有影响。谌新民等(2003)发现资产规模、行业特性、区域范围和股权结构对经营者年薪有深刻影响。

### (二)对相关文献的思考

当前在我国已有的实证研究中,只讨论了公司外部特征和会计收益指标对高管年薪的影响,没有考虑市场股价指标在年度报酬中的作用;也没有对两种业绩评价指标权重的选择进行比较分析。

本文试图运用虚拟变量改变评价指标斜率的方法,对不同的两类公司进行比较,来研究两类公司之间存在的微妙关系,以达到以下两个研究目的:其一,通过比较分析来考察在我国高管年度报酬中市场指标是否在起作用,这也就是考察在我国高管年薪中是否包含隐性长期激励的成分;其二,两类公司在确定高管报酬时,对两种业绩评价指标的权重选择和保底报酬的确定是否存在显著差异,这种差异的存在是否有效率。

## 三、研究设计

### (一)样本选择

本文选择了 2002 年度在上海、深圳两个交易所交易的信息技术业 G 和医药、生物制品 C8 共 130 家 A 股上市公司(下面简称为高成长公司)和金属、非金属 C6 共 113 家 A 股上市公司(下面简称为稳定成长公司),作为样本进行研究<sup>②</sup>。剔除了没有公布高管报酬具体数据的 7 家公司和净资产为负的 10 家公司后,高成长公司还有 119 家,稳定成长公司还有 107 家。数据处理利用计量经济学软件 Eviews,数据来源于中国证监会网站、巨潮网和 CSMAR 数据库。

### (二)研究假设

公司由于所处的行业和具体环境不同,对战略目标及风险规避的要求也会不同。因此,公司股东在制定高管报酬契约时,会针对公司所处行业和具体环境的不同,对两个业绩评价指标采用不同的权重。

1. 生物医药和信息技术行业的公司通常更侧重于长远发展的目标,这类公司会在市场指标上赋予较大的权重。如果公司在收益指标上赋予较大的权重,就会导致高管减少研究开发、广告及资本性支出,这对公司的长远发展很不利。而对于金属、非金属公司,一般会把降低生产成本作为高管考核的重要目标,这样会计收益指标就会被赋予较大的权重。

假设 1:与稳定成长公司相比,高成长公司在市场指标上会赋予更大的权重;与高成长公司相比,稳定成长公司在会计指标上会赋予更大的权重。

2. 与金属、非金属公司相比,生物医药和信息技术行业公司无论是在未来现金流的变化上,还是在公司股价的波动上,都会有更大的不确定性,这意味着这类公司具有着更大的风险<sup>③</sup>。因此,这类高成长公司会给予高管更大的保底报酬,来作为风险补偿。

假设 2:与稳定成长公司相比,高成长公司会给予高管较大的保底报酬。

### (三)模型与变量

从国内已有的相关研究可以得知,公司规模、公司所处地区、公司股权结构与高管报酬之间可能存在显著相关关系。因此,本文在模型中加入这些变量作为研究模型的控制变量。

(1)对于第一个假设,本文构造的模型是:

$$\text{Comp} = b_0 + (b_1 + \text{Du} \cdot b_2) \cdot \text{Acc} + (b_3 + \text{Du} \cdot b_4) \cdot \text{Price} + b_5 \cdot \text{Size} + b_6 \cdot \text{Zone} + b_7 \cdot \text{Rate} + \epsilon \quad (1)$$

其中:Comp 是高管的年度报酬指标。因为在我国上市公司中,对重要决策起决定作用的可能是总经理也可能是董事长,本文强调公司核心层的合力作用,因此取公司前三个最高报酬和的对数作为 Comp。Du 为虚拟变量,对于高成长公司,Du 取 1;否则,Du 取 0。Acc 是公司的会计收益指标,用公司当年的净资产收益率来表示。 $b_2$  是两类公司会计收益指标 Acc 系数的差值。Price 是公司的市场股价指标,用公司当年期末的市场股票价格来表示。 $b_4$  是两类公司市场股价指标 Price 系数的差值。Size 是公司规模指标,用公司当年期末资产负债表上的总资产来表示。Zone 是公司所处地区指标,为虚拟变量,当公司处在直辖市和东南四省(广东、福建、浙江和江苏)这些相对发达地区时,Zone 取 1,其余取 0。Rate 是公司股权结构指标,用流通股比例表示。

(2)对于第二个假设,本文构造的模型是:

$$\text{Comp} = (b_0 + \text{Du} \cdot b_1) + b_2 \cdot \text{Acc} + b_3 \cdot \text{Price} + b_4 \cdot \text{Size} + b_5 \cdot \text{Zone} + b_6 \cdot \text{Rate} + \epsilon \quad (2)$$

其中:Du 为虚拟变量,对于高成长公司,Du 取 1;否则,Du 取 0。 $b_1$  是两类公司保底报酬的差值。其他变量取值同模型(1)。

## 四、样本总体描述和相关性分析

### (一)样本总体描述

表 1 高成长公司和稳定成长公司的描述性统计

	Comp	Acc	Price	Size	Zone	Rate
均值	1.669293	0.023130	11.25252	1.85E+09	0.537815	43.99815
	1.389985	0.037436	7.747757	3.34E+09	0.233645	40.30514
中位数	1.681241	0.061144	10.19000	1.30E+09	1.000000	39.85000
	1.350248	0.052626	6.970000	1.49E+09	0.000000	39.24000
最大值	2.401401	0.623916	31.46000	1.24E+10	1.000000	100.0000
	2.204120	0.128396	22.59000	6.15E+10	1.000000	79.75000
最小值	0.892095	-1.347645	3.600000	1.46E+08	0.000000	18.79000
	0.468347	-0.432684	3.020000	1.39E+08	0.000000	14.17000
标准差	0.329882	0.225657	4.583139	1.81E+09	0.500676	16.82614
	0.383195	0.082813	3.573244	6.43E+09	0.425140	12.41874

注:上一行为高成长公司,下一行为稳定成长公司。

高成长公司的 Comp 无论是在最大值、最小值、平均值还是在中位数上,都远远大于稳定成长公司;高成长公司 Comp 的标准差明显小于稳定成长公司,表明高成长公司高管报酬较为集中,而稳定成长公司较为分散。高成长公司 Acc 的标准差几乎是稳定成长公司的两倍,这表明高成长公司总体的经营风险明显大于稳定成长公司;高成长公司 Price 的标准差明显大于稳定成长公司,这表明高成长公司的市场风险要大于稳定成长公司。

## (二)样本相关性分析

表 2 高成长公司和稳定成长公司的相关矩阵

	Comp	Acc	Price	Size	Zone	Rate
Comp	1	0.2212**	0.1269**	0.3689**	0.3844**	-0.1028*
		0.3318**	0.0724	0.3144**	0.3362**	-0.0083
Acc		1	0.3033**	0.1574**	0.2194**	-0.2331**
			0.1889**	0.1938**	-0.0441	0.1727**
Price			1	0.0243	0.0944*	-0.3337**
				-0.2363**	0.0629	-0.0985*
Size				1	0.2476**	-0.0382
					0.1264**	0.2634**
Zone					1	-0.0846
						-0.1277**
Rate						1

注:\*表示在 0.05 水平上显著(双尾检验),\*\*表示在 0.01 水平上显著(双尾检验);上一行为高成长公司,下一行为稳定成长公司。

报酬 Comp 与会计收益 Acc、规模 Size、地区 Zone 都存在明显正相关性,并且,高成长公司 Comp 与 Price 的相关性 0.1269 要大于稳定成长公司的 0.0724,稳定成长公司 Comp 与 Acc 的相关性 0.3318 要大于高成长公司的 0.2212。这表明稳定成长公司的会计收益对报酬的影响要大于高成长公司,高成长公司的股价对报酬的影响要大于稳定成长公司。

## 五、回归结果和结果分析

### (一)假设 1 的回归结果

表 3 假设的回归结果

	$b_0$	$b_1$	$b_2$	$b_3$	$b_4$	$b_5$	$b_6$	$b_7$
系数	1.185***	1.292***	-1.172***	-0.000	0.021***	0.000***	0.255***	0.002
T 值	12.7354	3.3099	-2.8411	-0.503	4.1175	3.2636	5.5248	1.547
$R^2=0.332444$ $Adj-R^2=0.311008$ $D-W \text{ stat}=1.984558$ $F\text{-stat}=15.50917$								

注：\* 表示 0.1 水平上显著，\*\* 表示 0.05 水平上显著，\*\*\* 表示 0.01 水平上显著。

对模型(1)的回归结果显示  $b_1=1.2922$ ,  $b_2=-1.1719$ , 都在 1% 下显著。这表明高成长公司在会计收益上赋予的权重是  $b_1+b_2=0.1203$ , 稳定成长公司在会计收益上赋予的权重是  $b_1=1.2922$ 。这就是说, 相对于高成长公司, 稳定成长公司在会计收益上赋予的权重较高。回归结果显示  $b_4=0.021$ , 在 1% 下显著。这表明相对于稳定成长公司而言, 高成长公司在市场股价指标上赋予更大权重, 假设 1 成立。 $b_3=-0.0004$ , 不显著。这与我国证券市场发展还不成熟, 股价波动较大有密切关系。本模型是考察  $b_4$  的正负号和显著性,  $b_3$  不显著不会影响假设的成立。同时, 回归结果表明了长期激励的确存在于高管的年度报酬中, 只不过这种长期激励不是以股票期权、长期持股等形式存在, 而是以在报酬契约中加入对高管实现公司长期发展目标的考核、考核结果是以在当年年度报酬中反映的一种隐性长期激励形式存在的。

#### (二) 假设 2 的回归结果

表 4 假设 2 的回归结果

	$b_0$	$b_1$	$b_2$	$b_3$	$b_4$	$b_5$	$b_6$
系数	1.124***	0.209***	0.206**	0.008	0.000***	0.227***	0.002
T 值	12.5332	4.2536	2.4825	1.5495	4.3039	4.8997	1.1963
$R^2=0.329351$ $Adj-R^2=0.311061$ $D-W \text{ stat}=2.016832$ $F\text{-stat}=18.00678$							

注：\* 表示 0.1 水平上显著，\*\* 表示 0.05 水平上显著，\*\*\* 表示 0.01 水平上显著。

对模型(2)的回归结果显示  $b_0=1.1241$ ,  $b_1=0.2090$ , 都在 1% 下显著为正。这表明高成长公司高管报酬契约的回归线的截距是  $b_0+b_1=1.3331$ , 稳定成长公司高管报酬契约的回归线的截距是  $b_0=1.1241$ 。这也就是说, 在控制了会计收益、市场收益、公司规模、公司所处行业、地区和流通股比例这些变量之后, 高成长公司比稳定成长公司在给予高管的保底报酬上, 要显著地高出 18.6%, 假设 2 成立。

从表 1 发现, 高成长公司高管报酬的均值和中值分别是 1.669293 和 1.681241, 比稳定成长公司高管报酬的均值 1.389985 和中值 1.350248 分别高出 0.279308 和 0.330993。其中, 固定的保底报酬差距对全部报酬差距起到重要作用, 对均值差异的贡献率为 74.83%, 对中值差异的贡献率为 63.14%。这在一定程度上表明, 不同成长性的两类公司, 其高管报酬差距主要来自于公司风险补偿的固定报酬, 而业绩、规模和地区等因素对报酬差距的贡献不大, 风险是公司在制定高管报酬契约时重点考虑的因素。

## 六、研究结论和意义

### (一)本文的研究结论

1. 隐性长期激励存在。通过对两类公司的比较,发现市场业绩指标的确在制定高管报酬时起作用。

2. 在业绩评价指标权重方面存在着差异。在高管报酬契约中,高成长公司会在市场股价指标上赋予相对于稳定成长公司更大的权重,稳定成长公司会在会计收益指标上赋予相对于高成长公司更大的权重。这表明在两类公司的报酬契约中,对业绩评价指标权重的确定存在着显著差异。

3. 在保底报酬方面存在着差异。高成长公司高管的保底报酬要显著大于稳定成长公司的保底报酬,这表明在两类不同风险公司的报酬契约中,对高管保底报酬的确定方面存在着显著差异。

### (二)本文的研究意义

1. 理论意义。为研究高管的长期激励问题提供了理论和实证上的支持。国外关于高管长期激励的研究大量集中在股价指标与会计收益指标在报酬体系中的差异、权重和相互作用,股价指标和会计收益指标与公司治理结构、公司行为和市场交易制度等之间的关系上,但是这方面研究在国内却很少。究其原因,我国上市公司高管报酬基本是以年薪为主,几乎不包含股票期权、长期持股这样的长期激励。因此,已有的研究认为在我国上市公司不存在以市场指标为基础的长期激励。本文的研究得出,在我国上市公司高管年度报酬中包含隐性长期激励成分,这就为研究高管报酬的长期激励问题提供了理论上的支持。同时,用股价指标作为上市公司隐性长期激励指标,为研究高管年度报酬中股价指标与会计收益指标的关系,股价指标和会计收益指标与公司治理结构、公司行为等一系列问题,提供了实证上的支持。

2. 现实意义。完善隐性长期激励是当前我国上市公司的较优选择。对股票期权等显性长期激励还没有在我国广泛实施的原因,已有的研究从市场有效性、法律问题、股票来源、资金来源、税收制度、会计制度等多个方面进行了探讨。本文实证研究得出结论是,我国上市公司已经开始实施了隐性长期激励。这种在报酬契约中加入对高管实现公司长期发展目标的考核,考核结果在当年年薪中反映的长期激励,不存在实施障碍。并且,当前我国的证券市场和上市公司的现实状况也决定了,与选择高管显性长期激励相比,选择隐性长期激励是当前我国上市公司的较优选择,只不过这种隐性长期激励的作用和优势还没有被上市公司和相关人士所充分认识。

首先,通常认为股票价格是股东利益的直接体现,高管长期持股和股票期权最能够一致化双方利益。其实,股东利益的本质是公司股票价值,股票价格受众多因素的影响而偏离股票价值。我国证券市场还很不成熟,公司的内在

价值不能够完全在股价中体现,股价易受到人为操纵,与成熟市场相比,我国上市公司股价对股票价值的偏离在幅度上更大、时间上更长;同时,在我国上市公司的股本中存在着大量非流通股,这些股份不能以市场价格转让。因此,股价并不能够准确体现我国上市公司股东的利益。

其次,与股东相比,高管对风险更加厌恶。显性长期激励形式会加剧股东和高管在对待风险的态度上产生差异,导致高管在日常经营管理行为的选择上,更加偏离股东的风险偏好,损害股东的利益。如果公司采取隐性长期激励,不把激励盯在股价上,证券市场的波动风险就不会被传递到高管报酬中去。

再次,上市公司根据自身状况,选择不同的隐性长期激励指标来评价高管努力,可以更准确地满足公司在不同行业、不同发展阶段、不同外部环境下对公司发展的要求。正处于成长初期的上市公司急需大量的科研投入,此时,公司选择 R&D 和固定资产投资作为隐性长期激励指标会有利于公司的发展;当公司进入成熟期后,选择其他指标作为隐性长期激励指标会更合适。这些隐性长期激励指标是根据公司当时具体情况确定的,是公司发展所必须完成和实现的,是公司发展的“本”。而股价指标是公司股东利益的近似表现,当证券市场不成熟时,公司股价会与公司价值相差甚远。同时,当公司以股价作为长期激励指标,高管很有可能会绕开公司发展所必须的“本”,进行盈余管理,最终会对股东和证券市场造成巨大危害。

最后,近几年美国发生的安然、世通等事件的一个重要起因就是这些公司的高管过度追求股票期权和长期持股的可能收益。当前我国的证券市场还不成熟,金融市场还很脆弱,各项法律法规还不健全,如果将对高管的长期激励紧盯在公司股价上,就有可能使高管过度追求股价,最终对我国上市公司股东利益、证券市场和金融市场造成巨大危害。

综上所述,对我国上市公司高管无论是实施隐性长期激励,还是显性长期激励,公司内部治理结构的完善,特别是公司薪酬委员会制度的完善,是长期激励体系良好运行的关键。但是,与显性长期激励相比,隐性长期激励良好运行的前提条件不涉及证券市场,这样既可以避免我国证券市场不成熟所造成的对高管业绩评价的不准确,又可以避免对我国证券市场的潜在冲击;并且,这种在我国上市公司已经实施的隐性长期激励,不存在任何实施障碍。同时,隐性长期激励不会加剧股东和高管在对待风险的态度上的差异,相对于显性长期激励来说,它能使双方的利益目标更加一致。因此,加强上市公司的内部治理,建立和优化薪酬委员会制度,完善我国上市公司已有的隐性长期激励,对解决高管长期激励问题,缓解上市公司委托—代理矛盾有重要的现实意义。

注释:

①本文的隐性长期激励形式是指在报酬契约中加入对高管实现公司长期发展目标的考

核,如 R&D、固定资产投资等,考核结果在当年年薪中反映。

②按公司近三年主营业务收入增长倍数的均值作为成长性指标,对高成长公司和稳定成长公司做 Wilcoxon 非参数检验,发现两类公司在成长性上存在着较为显著的差异。

③对本文表 1 的分析,也可以得出高成长公司的风险大于稳定成长公司的风险。

#### 参考文献:

- [1] 谌新民,刘善敏.上市公司经营报酬结构性差异的实证研究[J].经济研究,2003,(8):55~63.
- [2] 陈志广.高级管理人员报酬的实证研究[J].当代经济科学,2002,(5):58~63.
- [3] 李增泉.激励机制与企业绩效[J].会计研究,2000,(1):24~30.
- [4] 魏刚.高级管理层激励与上市公司经营绩效[J].经济研究,2000,(3):32~39.
- [5] Agrawal, Walking. Executive careers and compensation surrounding takeover bids[J]. Journal of Finance, 1994, (49): 985~1014.
- [6] Holmstrom Bengt. Moral hazard and observability[J]. Bell Journal of Economics, 1979, 10(10): 74~91.
- [7] Holmstrom Bengt. Moral hazard in terms[J]. Bell Journal of Economics, 1982, (3): 324~340.
- [8] Jensen Michael C, Murphy Kevin J. Performance pay and top-management incentives [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98: 225~264.
- [9] Kim Oliver, Suh Yoon. Incentive efficiency of compensation based on accounting and market performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, 16: 25~53.
- [10] R Sloan. Accounting earnings and top executive compensation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, (1): 55~100.

## A Positive Research on the Connotative Incentive of Top Executive's Compensation

ZHANG Ming, CHEN Zhen

(School of Accounting, Shanghai University of  
Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** This article indicates that recessive long-term incentives lie in the top executives' compensation system. Comparing to those steadily growing companies, much greater weight on stock price is given by fast growing enterprises, while the weight on accounting revenue is smaller.

**Key words:** top executives; annual compensation; accounting indices; stock price indices; connotative incentives

(责任编辑 周一叶)