

doi: 10.3969/j.issn.1674-8131.2010.01.016

高管薪酬、激励与公司业绩关系研究述评^{*}

赵青华^{1,2}

(1. 西南交通大学 经济管理学院, 成都 610031; 2 重庆工商大学 会计学院, 重庆 400067)

摘要:关于公司业绩与高管薪酬的关系,很难用一个简单的线性关系来解答。无论是委托代理理论、信号理论、激励理论,还是契约理论,都有诸多的假设前提;而利用上市公司数据的实证研究结论又依赖于数据样本、计量方法以及公司薪酬、业绩等代理变量;因而,无论是实证研究还是理论模型研究,对公司业绩与高管薪酬的关系都未有定论。在研究我国公司高管激励问题时,还应将经济制度、法制乃至人文环境加入激励模型。

关键词:高管薪酬;公司业绩;薪酬形式;委托代理理论;激励理论;契约理论;信号理论
中图分类号: F276.6; 272.92 **文献标志码:** A **文章编号:** 1674-8131(2010)01-0101-08

Executive Compensation, Incentive and Performance: A Literature Review

ZHAO Qing-hua^{1,2}

(1. School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031;

2 School of Accounting, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

Abstract: The relationship between the executive compensation and the performance of the corporation is difficult to be answered by a linear relation. Trust-agent theory, signal theory, incentive theory and contract theory have many conjectures and premises, however, the empirical research conclusion by using the data of listed companies depends on data examples, calculating method and variables of corporate pay and performance, thus, whether empirical conclusion or theoretical models have no certainty on the relation between corporate performance and CEO pay. Research into China's CEO incentive should add economic institution, law and humanistic environment to incentive models.

Key words: executive compensation; performance of a company; form of compensation; trust-agent theory; incentive theory; contract theory; signal theory

自从 2008 年暴发全球金融危机以来,企业高管薪水的话题备受关注。尽管西方资本市场较发达的国家对业绩与报酬关系的理论研究有了多年的历史,但在现实中,华尔街的高管们在要求政府支持的背景下,依然拿着天价的薪酬。即便是破产的 Lehman Brothers(雷曼兄弟)的高管,也坐着金色降

落伞悠然离去。Lucian Bebchuk 和 Jesse Fried^[1-2] (2004, 2005) 认为,与业绩无关的高管薪酬体系的缺陷是广泛、持久、系统性的,它根源于潜在的治理结构瑕疵,使得高管能对董事会施加重要的影响。在我国,公司高管们的年薪也是芝麻开花。截至 2009 年 2 月 26 日发布年报的 102 家上市公司中,有

* 收稿日期: 2009-09-08

作者简介: 赵青华(1969—),男,重庆忠县人;讲师,博士研究生,在西南交通大学经济管理学院学习、重庆工商大学会计学院任教,主要从事公司理财研究。

49家业绩出现了下滑,而这49家公司中有32家公司2008年高管薪酬猛增;高管薪酬增加1倍的10家公司中,有5家公司2008年的业绩下滑。高管薪酬增加517%的三安光电,业绩下滑85.07%;高管薪酬增长176%的ST雄震,业绩下滑52.03%;威尔泰业绩下滑20.62%;哈投股份业绩下滑8.47%;中银绒业业绩下滑64.05%。杨汉明^[3](2004)实证发现,高管人员的薪酬与公司业绩之间不存在正相关关系,并认为我国上市公司薪酬制度存在缺陷。本文综述了自20世纪70年代以来关于对公司高管的激励、薪酬及公司业绩的主要理论和实证文献,以期为国内学者研究我国高管薪酬、激励及业绩关系问题提供有益的帮助。本文的第一部分介绍了高管薪酬形式对业绩影响的理论及实证结论;第二部分分析了有关高管薪酬与公司业绩关系的各种实证结论;第三部分从激励的角度出发,简介了国内外学者从代理理论、激励理论、信息不对称理论角度出发对高管薪酬与激励关系的研究,并介绍了非薪酬激励的相关研究。第四部分为总结。

一、高管薪酬形式对业绩的影响

1. 高管持股

选择高管并给予适度的薪酬,就是为了激励并使之能代表股东更好地经营股东投入的财富,弥合二者利益上的分歧。但如果安全性薪酬过高,那么经理人激励力不够;反之,经理人则可能因为风险提高而寻求更高的代理成本。正因为如此,激励性的经理人薪酬契约,能够使股东与管理层之间分歧的利益保持一致;而结构性差的薪酬契约不仅不具有激励效力,还会损害股东的利益(Rehnert, 1985)。于是,人们认为高管以股份方式获取报酬,能兼具结构性与激励性。股票的形式无外乎包括RSO(限制性股票)、PS(虚拟股票)、SARS(股票增值权)、延期支付计划、业绩股票、储蓄参与股票等几种形式,其主要内容是让高管享受公司价值升值给自己带来好处(黄之骏^[5], 2006)。国外关于高管持股与公司业绩的研究最早可以追溯到Berle和Means^[6](1932)。他们认为当公司管理层不持有公司股份时,其与分散的股东之间存在着潜在的冲突。Jensen和Meckling^[7](1976)认为如果管理层持有公司股份,会对其形成激励,影响公司投资,进而影

响公司价值。Agrawal和Mandelker^[8](1987)、Stulz^[9](1988)、Morck, Shleifer和Vishny^[10](1988)都认为当经理持有适当比例股份时,会与其他股东的利益一致,有助于公司业绩的增加。McConnell和Servaes^[11](1990)通过实证研究发现,内部人持股确实会对公司的表现带来影响,但这种影响是非线性的。一开始,管理人员的持股比例越高,公司的表现就越好;但内部人的持股到达一定的比例后,公司的表现开始随着管理人员持股比例的上升而下降;在内部人的持股比例继续上升到一定值后,公司的表现又开始随着内部人的持股比例的上升而上升。我国对这方面的研究较晚,李增泉(2000)、徐二明和王智慧(2000)、高明华(2001)、向朝进和谢明(2003)等人的研究,表明经营者股权对企业价值不存在显著影响。但许晓年和汪洋(1997)、刘国亮和王加胜(2000)、于东智(2003)、宋增基和蒲海泉(2003)、濮卫东和徐承明(2003)、陈勇和廖冠民等(2005)对中国的股权结构与公司业绩关系的研究发现,增加法人的持股比例有助于改善公司治理,提高公司的经营效益。吴淑馄(2002)、白仲林(2002)、杨梅(2004)发现管理者持股与企业价值(托宾Q)之间存在曲线关系。周建波、孙菊生^[12](2003)的研究结果表明实行股权激励的公司,在实行股权激励前业绩普遍较高,存在选择性偏见;同时,经营者因股权激励增加的持股数与由第一大股东选派的董事比例显著正相关;成长性较高的公司,公司经营业绩的提高与经营者因股权激励增加的持股数显著正相关;强制经营者持股、用年薪购买流通股以及混合模式的激励效果较好。高雷和宋顺林^[13](2007)用2000—2004年面板数据进行实证分析,发现高管人员(经理、董事、监事)持股规模(持股比例及价值)与企业绩效是显著正相关的。

从以上文献可以看出,人们对高管持股与公司绩效之间的关系并没有一致的结论。大致有三种认识:有正线性相关关系、有负线性相关关系和非线性相关。这与研究者所选取的样本数据、模型选取、代理变量等有关。西方国家市场经济的成熟度、政治制度、企业的股权结构等与我国有很大差异,所以西方的研究结论与用国内的数据进行实证

但也有研究认为,高管人员的平均薪酬与公司业绩存在一定的正相关关系(袁凌^[4]等, 2006)。

的结论有差异是显然的;而国内的研究结论与研究的时间段高度相关,因为我国的市场经济在逐步走向成熟过程中,不断有新的制度、法规出台,上市公司的董事会构成及各上市公司本身的股权结构、管理方式、激励制度都随之而改变;另外,因为我国上市公司大多为国有控股,公司高管大都有相当的政治背景,在位的时间大多也较短,其任命与经理人才市场的关系并不紧密,持有公司股份的高管比例很低,因而业绩、激励、薪酬之间的关系较为复杂。所以,关于高管薪酬与股权结构、政治背景、业绩、激励方式等方面的内在关系的实证研究还有待进一步的深入。在研究资料来源上,用一年或几年的资料应尽量考虑剔除某些政策、制度或法规的系统性影响,使结论真正体现其内在的关系;代理变量的选择上,多做些 Robust 检验,对各代理变量做出的计量分析结果进行比较,看是否存在系统性差异;而在模型选取上,应尽可能反映最新的计量研究成果。

2 期权

期权 (Option) 是一种合约或契约,它转让了在某一特定时期内以特定价格购买或出售某一标的商品的权利 (Hans R Stoll^[14], 1993);作为一种衍生证券,它向期权持有者提供一项在期权到期日或到期日之前以一个固定价格 (称为执行价格) 购买或出售一定数量的标的资产的权利 (Aswath Damodaran, 1996)。股票期权激励的理论基础是 Welson (1969)、Ross (1973)、Mirrlees (1976)、Holmstrom (1979)及 Grossman和 Hart(1982)共同提出并逐步完善的委托—代理理论,张维迎归结为“在任何满足代理人参与约束及激励相容约束,而使委托人预期效用最大化的激励合约中,代理人都必须承受部分风险”和“如果代理人是一个风险中性者,那么就可以通过使代理人承受完全风险 (即让他成为唯一的剩余权益者)的办法来达到最优激励效果。杨小凯 (1994)和周其仁^[15] (1996)认为高管股票期权之所以具有激励作用,就在于它是一个变动的年薪,灵活地与公司业绩联系起来,其本质就是承认人力资本的产权价值。Jensen 和 Murphy^[16] (1990)认为,多数高管的薪酬合同通常缺少管理激励条款,可观察到的薪酬与公司最优合同的代理模式并不一致。David Yemack^[17] (1995)研究了 1984到 1989年 792家美国上市公司股票期

权激励与代理成本减少的相关性,并检验了期权、现金的薪酬方式可被流动性、税收和盈余管理的程度,结果表明代理或财务合同理论对股票期权奖励几乎没有解释能力,也就是说股票期权激励与业绩之间并没有紧密的联系。也有人把股票期权与高管的夕阳计划联系起来研究 (Sandeep Dahiya 和 David Yemack^[18], 2008),把高管们退出公司职位后的前途与公司对其激励和约束联系起来。Konstantinos Tzioumis^[19] (2008)检验了 1994—2004年美国上市公司实行股票期权激励的公司,也证实了股票期权计划的采用是作为减少代理成本、寻求管理天赋以及投资视野考虑的目的而出现的。Lamia Chourou, Ezzeddine Abaoub 和 Samir Saadi (2008)也检验了 CEO 股票期权的经济决定因素,发现当股票期权激励作为因变量时,对会计业绩表现有正面影响;但当 CEO 是股东或持股人时有负面影响,与公司的风险是凹形关系。Jerry Sun, Steven F Cahan和 David Emanuel^[20] (2009)研究发现公司未来的业绩表现与股票期权作为薪酬补偿具有很强的正向联系。

与持股激励紧密联系,股票期权在我国的历史很短。股权激励就是着眼于未来,把经理人员的可能收益和他对公司未来成绩的贡献联系起来,协调股东和经理人员根本利益 (吴敬琏^[21], 2001)。但有学者认为,要实行股票期权激励的前提是“克服‘内部人控制下的一股独大’和‘有效的证券市场’^[22]。但显然,这两个条件我国现在都达不到。深圳万科是国内最早实施股票期权的公司,但于 1998年因政策原因而终止。2006年,我国证券市场股权分置改革基本完成,随后上市公司股权激励管理办法出台。截至 2008年 4月 15日,已有 96家 A 股公司先后公布了 103份股权激励计划,其中股票期权 74份。但夏凡^[23] (2009)认为,我国的资本市场、公司治理、经理人才市场以及中介机构弱化将导致更多的股票交易噪音,使期权激励更多地体现短期而不是长期公司业绩。

从以上文献看,我国的股票期权激励的时间较短,制度保障或实施前提还欠缺较多,还不能真正研究期权与公司业绩的联系的程度。国外股票期权应用于高管的激励始于 1952年美国 Pfizer公司推出的经理股票期权。20世纪 80年代中期,美国 100家最大企业经理的报酬来自于股票期权的只有

2%,而1998年达到了53%。1998年S&P500家公司CEO的收入有40%来自于股票期权^[24](张先治,2002)。但实行股票期权也并不意味着真正的好业绩,也有安然、世通等案例的出现,说明西方的股票期权方式的薪酬激励也还有很多有待完善的地方。另外,微软等公司由积极地实行期权到放弃之,说明股票期权也有其适应的空间和条件。这就需要在未来的研究中,一是通过不断的实证去找寻股票期权激励与业绩的内在联系,二是通过建模去发现二者之间最佳的契合点,三是找到期权与其他薪酬模式转换的拐点。

3. 现金薪酬

年薪制是高管薪酬最基本的方式。虽然我国上市公司高管的薪酬逐步与业绩挂钩,但薪酬中的绝大部分仍然是固定薪酬,浮动薪酬和股权薪酬的比例很小。工资加奖金形式中,工资一般与经营者的业绩无关,奖金虽和经营者的业绩挂钩,但却是一种短期激励,只评价奖励经营者过去一年的经营行为,因而容易导致短期行为^[25](陈学彬,2009)。而从美国来看(见表1),固定工资的比例上升幅度较大,奖金比重大幅度下降,而股票期权的比例也有较大比例上升。固定工资与企业家预期经营能力相关,是其基本收入。虽然它明显缺少激励作用,但它却可以起到保险或保障作用,成为企业家报酬的必备形式和企业家激励的现实基础。而奖金与经营业绩相关,是剩余分享权的标志,只能在实现了一定经营目标后才能获得,因而比较好地体现了企业家个人收入与其经营业绩挂钩的激励原则,具有明显的激励作用。但如前所述,奖金形式既容易造成短期效应,也容易人为操控。职务消费与工作性质相关,是企业家的一种相对特殊的报酬形式,实质上能产生一种隐性激励^[27](郝云宏,2002)。Ching-ming Chang(2004)从银行危机与管理者关系的角度研究,发现高管薪酬中固定工资和奖金约束下的期权激励优于完全的期权激励^[28]。Jennifer J Gaver和Kenneth M Gaver(1995)在分析了工资、奖金以及长期激励补偿的构成之后发现,有足够投资机会的公司有较高的补偿水平,而高速增长的公司高管有较大比例的长期激励,反之,固定工资比例很高^[29]。郑晓芳(2009)认为,高管薪酬决

定于薪酬的市场连接性(即高管薪酬与市场上同类职位或者同类人相比是否具有市场竞争力)和薪酬与绩效的连接性(即奖金部分与业绩表现挂钩的紧密程度),目前高管薪酬最主要的组成部分是固定工资和奖金及少量福利,长期激励并未在中国企业中获得普遍推行^[30]。

表1 美国公司高层管理者薪酬构成/%^[26]

来源	1966	1971	1981
工资	43	58	53
奖金	22	19	6
股票期权	35	23	41

资料来源: Brindisi L Jr. Creating Shareholder Value: A New Mission for Executive Compensation [J]. Midland Corporate Finance Journal, winter 1985, 62

人们对没有激励作用的工资形式的高管薪酬的专门研究较少,大多将其作为股权、期权激励的制约条件,或作为激励的前提或基础,是Fredrick Herzberg的双因素理论中的保健因素。而奖金是较传统的激励方式,但对它的研究大多局限于把它和近期的业绩表现结合起来,考虑的是如何确定奖金的比例和方式。如下文所述的高管薪酬与公司业绩的研究,大多考虑的是也是这部分薪酬。在今后对激励性薪酬的研究中,可以考虑把奖金与股票、期权等结合起来,在有关计量方面采用更为合理的模型。

4. 隐性薪酬:额外津贴或过量的职务消费

额外津贴或职务消费是一种看不见的薪酬,它并不存在于薪酬契约里,但其随意性很大,一般无标准且不公开,特别是用车、住房和出国方面的公款支出数额非常大。在我国,“国企领导人的职务消费一般是其工资的一二十倍。”David Yermack(2006)研究了高管的额外津贴和临时津贴与公司业绩之间的关系,发现CEO有额外津贴的公司年均收益低于市场收益基准点4%以上,而且额外津贴披露之后,公司的股价平均下降了1%。Crocker Liu和David Yermack(2007)研究发现S&P 500指数所包含公司所购买的房子主要为CEO等高层管理者

参见华信惠悦在2005年完成的一份题为《中国国有企业负责人绩效与薪酬研究》的报告。

的住所^[31],当他们购买房地产的时候,公司的股价和期权会下跌,业绩会明显恶化。Grossman和Hart^[32](1980)、Jensen和Meckling^[33](1976)、Jensen^[34](1986)认为额外津贴是管理者挪用公司剩余的一种主要方式。但Raghuram G Rajan和Julie Wulf^[35](2006)认为,额外津贴是在增加管理的生产率时提供的,不能因为偶尔的畸变而认为它是管理的过度消费。国内在职务消费和额外津贴方面的实证文献很少,有限的文献也仅谈及职务消费的控制问题^[36](陈平平、张文贤,2008)。

事实上,高管的额外津贴和过度的职务消费广泛存在,但作为一种灰色的收入,在我国也处于合法与不合法的边缘,既没有客观的度量依据,也很难收集到相关的第一手研究资料。这是高管薪酬构成中与业绩的关系最难佐证的部分,国外的研究较多,但实证文献也非常少,观点也不尽相同。这也是公司高管薪酬研究的一个较大的盲区。

二、高管薪酬与公司业绩的研究

高管薪酬与公司业绩的关系,是管理界长期试图研究清楚的问题。正如本文的开篇所述,无论中外,业绩与薪酬相关与不相关者都不是个案或特例,对这个问题的众多研究者的研究结论也千差万别。Kevin J Murphy(1985)用长期的数据分析发现,高管的薪酬与用股东的回报和用销售增长度量的公司业绩之间有很强的正相关关系^[37]。Tod Perry和Marc Zenner(1993)在分析了SEC要求公开高管薪酬等相关法律前后薪酬的变化情况,发现1993年后的高管总补偿的增加对公司的业绩具有敏感性^[38]。John E Core、Robert W Holthausen和David F Larcker(1997)实证发现,所有者和董事会结构决定了高管薪酬与公司业绩之间的关系,所有者和董事会结构效率越低,高管薪酬越高,公司的业绩与薪酬的负面关系在统计上具有显著性意义^[39]。Hamid Mehran(1995)研究了随机选择的1979—1980年的153个制造型企业的高管薪酬结构,结果支持激励性薪酬的主张,他认为是薪酬结构而不是薪酬水平决定了公司的业绩,基于产权的薪酬比例与公司的业绩是显著正相关的^[40]。耿明斋(2004)以219家上市公司为样本进行研究,发现公司的业绩水平和高管薪酬水平没有明显的因果关系;并认为根本原因在于上市公司没有真正建立起与市场经济规则相对应的经营机制^[41]。张必武等(2005)认为独立

董事、薪酬委员会及董事长与总经理两职合一等因素决定公司董事会治理结构,而董事会治理结构决定高管薪酬的业绩敏感性^[42]。胡婉丽等(2004)则认为公司高管薪酬水平与企业业绩显著正相关,高管团队内的薪酬差距也与企业业绩显著正相关^[43]。周嘉南、黄登仕(2006)以中国上市公司2002—2004年度的高管人员报酬数据为基础,对高管人员的报酬业绩敏感度进行了实证分析,表明中国上市公司高管人员的报酬与公司绩效存在正相关关系^[44]。

除本部分列举到的一些研究结果外,还有很多关于薪酬水平与公司业绩或公司价值方面的实证研究,但结论也无外乎以下几种情况:两者之间有正相关关系、负相关关系或者没有任何显著性关系。也有结合其他的因素对二者进行研究的,如公司治理、公司规模等,结论也不出其外,只不过加进了另外的状态条件。既然二者之间的关系并非如想象的紧密,也不是随机的无关,那么,从委托代理理论出发的薪酬制度为什么会与公司业绩或价值呈现各种各样的状态或情况呢?那就是薪酬是否会形成激励的问题。很明显,薪酬不等于激励,高薪并不意味着高激励。另外,由于薪酬形式的多样化,非现金薪酬问题也会影响到计量研究的结果,而非现金薪酬计量的方式不同,很可能导致不同的研究结论。这也是未来我们在探索和研究中需要注意和不断改进的。

三、高管薪酬与激励的研究

高管薪酬与激励的研究目标在于用最恰当的手段把公司绩效与对高管积极发挥能力的期望结合起来。这方面较早的经典文献包括道德风险和逆向选择问题^[45](Mirrlees, 1971)、信号发送理论在金融领域的重大应用^[46-47](Bhattacharya, 1979; Myers和Majluf, 1984)等。他们认为,道德风险可以归纳为委托代理的合同关系,委托人雇用代理人经营企业,代理人选择努力水平,有成本,但影响绩效;委托人关心绩效,但必须补偿和激励代理人。为了解决激励和补偿之间的信息问题, Grossman和Hart(1980)、Milgrom(1981)首先提出,后由Okuno-Fujiwara等(1990)拓展了完全披露定理,并将之用于多维激励的研究^[48-49]。Holmström和Milgrom(1991)认为,多维道德风险的核心问题就是在任务之间的激励因素上保持平衡^[50]。这些抽象的代理

理论考虑的是单个委托人向代理人作出的“要么接受,要么走人”的报价。但在实践中,却是公司的经理或经理任命的薪酬委员会起草薪酬方案,然后方案再得到董事们的批准,而实际上董事们的薪酬却由经理批准。所以,不难理解,公司绩效不佳,高管却依然能得到较高的薪酬(Bebchuk等,2002)。公司治理规则的焦点问题也正在于此。

近来人们对公司治理中高管薪酬的问题聚焦于业绩与薪酬的结合:业绩标准与薪酬标准如何结合才能产生激励?詹姆斯·莫里斯(2006)认为“如果高管的薪酬是固定的,比如合同中说明,无论今年公司业绩如何,都会得到特定金额的薪酬。那么可能就会有人问,是什么能够激励高管好好工作呢?当然,如果业绩太差,高管可能会失去他的工作,这就能激励他来努力创造高利润。”^[51]如果给予激励薪酬,那怎么给?给多少?这就涉及有关的交易契约。Murphy(2001)研究表明合适的业绩评价指标可以使高级管理人员在激励与风险中达到均衡,从而使得高级管理人员与股东达到激励相容^[52]。Bushman和Smith(2001)的研究结论显示,根据最优契约理论,如果某业绩评价指标能够更有效、更敏感地反映高级管理人员经营才能与努力程度时,高级管理人员的激励契约就更应该依赖于该业绩评价指标;如果某一业绩评价指标更难被计量、更不敏感、噪声更多时,高级管理人员的激励契约就更应该依赖其他业绩评价指标^[53]。Atreya Chakraborty等人(2009)研究了激励与和营业额相关的公司绩效的关系,认为较高效率的薪酬契约形成了高强度的激励^[54]。薪酬激励与业绩关系的理论模型与实证均证实了高强度的激励与最终的业绩有高度的联系。国内关于薪酬与激励关系的理论文献极少,大多是直接检验薪酬激励与公司业绩之间是否存在某种内在的关系。

此外,对于激励与业绩方面,除了薪酬激励外,还有人对隐性激励和高管的职业生涯等问题做了研究。如果说薪酬合同是显性的,那么市场驱动的激励则是隐性的。在存在道德风险的长期合同问题中,代理人同时被正式的合同报酬和职业生涯考虑所激励。正如Gibbons和Murphy(1992)所强调的,这一观察不仅与企业经理的报酬是符合的,而且对于大多数雇佣合同都是符合的^[55]。与薪酬合同的激励相反,市场激励更不容易控制,而且可能

激励过强。Porter(1990)认为竞争压力代替了代理问题而且带来更高效率^[56]。Schmidt(1997)则认为代理人的努力是两方面共同决定的,即物质上威胁和清算的威胁^[57]。我国上市公司大多为国有控股的性质,大多实行任命制度,相当多的经理人为原政府官员。因此,除了薪酬激励之外,在我国的高管激励中还存在如工作激励、政治上的提拔等方面的精神激励(郝云宏,2000)。但关于这方面的正式文献不多,而且政治上的激励往往存在短期效应。政治关联、政治激励等是目前的研究热点,但由于政治计量的复杂性,不同的计量方法可能会得出大相径庭的结论。而且在任命制下,业绩的好坏究竟是政策原因、激励所致,还是所任命高管的能力造就,并没有很好的判断标准和依据。因此,在激励与薪酬的问题上,还应结合制度与政策层面来进行研究,特别是在实证研究中,应尽可能剔除这些方面的影响。

四、总结

自从1932年Berle和Means提出“公司管理层不持有公司股份时,其与分散的股东之间存在着潜在的冲突”的观点以来,人们对高管的激励、约束的研究有如长江之浪。从公司的业绩与高管薪酬的关系来看,无论是实证结论还是理论模型研究,可谓众说纷纭,未有定论。无论是委托代理理论、信号理论、激励理论,还是各种各样契约理论,都有诸多的假设前提,而利用上市公司数据的实证研究结论又依赖于数据样本、计量方法以及公司薪酬、业绩的各代理变量。总之,无论是以高管的股权、期权、奖金或年薪支付水平,还是以其实际获得的全部得益来衡量公司治理中的激励的强度,公司业绩与高管薪酬的关系都很难用一个简单的线性关系来解答。但无论如何,众多的研究文献让人们能多视角地审视已有的理论成果,丰富和发展了公司治理理论。

在公司业绩与高管薪酬理论的实证检验中,以上文献对公司业绩度量及薪酬水平度量的指标是否是最合适、最能本质地反映代理变量,是否还需要寻求更好的代理变量,是金融学研究者面临的难点。高管薪酬变化对公司业绩的影响时,最大的障碍就是业绩与薪酬的度量尺度问题。此外,上述经典文献建立的各种薪酬与激励模型都是以西方发达国家为背景的,而这些国家大多有清晰的产权

制度安排、成熟的市场经济制度和完善的公司治理机制。我国正处于经济转型期,产权制度安排、市场经济制度、公司治理机制等方面都与西方国家相去甚远,这些因素对公司高管薪酬与激励都会产生更多、更复杂的约束条件。因而,在研究我国的公司高管激励问题时,还应将经济制度、法制乃至人文环境加入激励模型中,进而揭示在中国的特殊的政治经济制度、文化环境中的高管薪酬制度与公司业绩增长之间的内在关系,建立适合中国特色的高管薪酬理论体系。

参考文献:

- [1] Lucian Bebchuk, Jesse Fried Pay without Performance [M]. Harvard University Press, 2004.
- [2] Lucian Bebchuk The Growth of Executive Pay[J]. Oxford Review of Economic Policy, 2005, 21 (2): 283-303.
- [3] 杨汉明. 高管薪酬与上市公司绩效的实证分析 [J]. 统计与决策, 2004 (12): 93-94.
- [4] 袁凌, 黄新萍, 王来宾. 职业经理人薪酬激励实证研究 [J]. 财经理论与实践, 2006, 27 (3): 99-103.
- [5] 黄之骏. 经营者股权激励与企业价值 [D]. 暨南大学博士学位论文, 2006.
- [6] Berle A, Means G The modern corporation and Private Property[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [7] Jensen M, Meekling W. Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and capital structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976 (3): 305-360.
- [8] Agrawal A, Knoeber C Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholders [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 1976, 31: 377-398.
- [9] Stulz R. managerial control of voting rights, financial Policies and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 25-54.
- [10] Morck R, Shleifer A, Vishny R. Management ownership and market valuation, an empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293-315.
- [11] McConne II John J, Henri Servaes Additional evidence on equity ownership and corporate value [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 595-612.
- [12] 周建波, 孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究 [J]. 经济研究, 2003 (5): 74-83.
- [13] 高雷, 宋顺林. 高管人员持股与企业绩效 [J]. 财经理论, 2007, 33 (3): 134-143.
- [14] Hans R Stoll, Robert E Whaley Futures and Options Theory and Applications [M]. South-western publication, 1993.
- [15] 周其仁. “控制权回报”和“企业家控制的企业”——“公有制经济”中企业家人力资本产权的个案研究 [J]. 经济研究, 1997 (5): 31-42.
- [16] Jensen Michael C, Kevin J Murphy Performance pay and top-management incentives [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98 (4): 225-264.
- [17] David Yermack Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80 (4): 211-242.
- [18] Sandeep Dahiya, David Yermack You can't take it with you: Sunset provisions for equity compensation when managers retire, resign, or die[J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14 (12): 499-511.
- [19] Konstantinos Tzioumis Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2008, 68: 100-111.
- [20] Jerry Sun, Steven F Cahan, David Emanuel Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance [J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33 (8): 1507-1519.
- [21] 吴敬琏. 股票期权激励与公司治理 [N]. 中国经济时报, 2001-10-24.
- [22] Aswath Damodaran Investment Valuation [M]. John wiley & sons Inc, 1996.
- [23] 夏凡. 高管股票期权激励机制研究 [EB/OL]. <http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1271/n4213364/n4213672/n6212098/6213587.html>
- [24] 张先治. 股票期权理论及在公司激励中的应用研究 [J]. 会计研究, 2002 (7): 16-24.
- [25] 陈学彬. 中国商业银行薪酬激励机制分析 [J]. 金融研究, 2005 (7): 76-91.
- [26] Bebchuk, L J Fried, D Walker Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation [J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69: 751-846.
- [27] 郝云宏. 企业家激励: 制度激励、形式激励与激励形式 [J]. 经济学家, 2000 (2): 25-29.
- [28] Ching-ming Chang Compensation, Ownership Structure and Banking Governance[D]. Ph D Thesis, 2004.
- [29] Jennifer J Gaver, Kenneth M Gaver Compensation policy and investment opportunity set [J]. Financial Management, 1995, 24 (1): 19-32.
- [30] 郑小芳. 2009年CEO薪势 [J]. 经理人, 2009 (3): 50-51.

- [31] Crocker Liu, David Yermack Where are the shareholders? Mansions? CEOs? home purchases, stock sales, and subsequent company performance [R]. Working paper, 2007.
- [32] Grossman S J, Hart O D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. The Bell Journal of Economics, 1980(11): 42-64.
- [33] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-360.
- [34] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76: 323-329.
- [35] Raghuram G Rajan, Julie Wulf Are perks purely managerial excess? [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79: 1-33.
- [36] 陈平平, 张文贤. 论国企高管职务消费的财务监控 [J]. 生产力研究, 2008(19): 137-139.
- [37] Kevin J Murphy. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis [J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7(5): 11-42.
- [38] Tod Perry, Marc Zenner Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 62: 453-488.
- [39] John E Core, Robert W Holthausen, David F Larcker Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51(3): 371-406.
- [40] Hamid Mehran Executive compensation structure, ownership, and firm performance [J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(6): 163-184.
- [41] 耿明斋. 高管薪酬与公司业绩关系的实证分析与对策思考 [J]. 经济体制改革, 2004, (1): 109-112.
- [42] 张必武, 石金涛. 董事会特征、高管薪酬与薪绩敏感性 [J]. 管理科学, 2005, (8): 32-39.
- [43] 胡婉丽, 汤书昆, 肖向兵. 上市公司高管薪酬和企业业绩关系研究 [J]. 运筹与管理, 2004, 13(12): 118-223.
- [44] 周嘉南, 黄登仕. 上市公司高级管理层报酬业绩敏感度与风险之间关系的实证检验 [J]. 会计研究, 2006(4): 44-50.
- [45] Mirrless J A. An Exploration in the Theory of Optimum Income Taxation [J]. Review of Economic Studies, 1971, 38: 175-208.
- [46] Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the Bird in the hand' Fallacy [J]. Bell Journal of Economics, 1979, 10: 259-270.
- [47] Myers S C, N S Majluf. Corporation Financing and Investment Decisions When Firms have Information That Investors Do Not Have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187-221.
- [48] Milgrom P R. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications [J]. Bell Journal of Economics, 1981, 12: 380-391.
- [49] Okuno-Fujiwara M A, Postlewaite, K Suzumura Strategic Information Revelation [J]. Review of Economic Studies, 1990, 57: 24-47.
- [50] Holmström B, Milgrom. Aggregation and Linearity in the Provision of Inter temporary Incentives [J]. Econometrica, 1987, 55: 303-328.
- [51] 詹姆斯·莫里斯. 公司治理与高管薪酬 [J]. 南开管理评论, 2006, 9(1): 13-17.
- [52] Murphy K J. Performance Standards in Incentive Contracts [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 30: 1-44.
- [53] Bushman R M, Smith A J. Financial Accounting Information and Corporate Governance [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32: 237-333.
- [54] A triya Chakraborty, Shahbaz Sheikh, Narayanan Subramanian The relationship between incentive compensation and performance related CEO turnover [J]. Journal of Economics and Business, 2009, 61(4): 295-311.
- [55] Gibbons R, K J Murphy. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence [J]. Journal of Political Economy, 1992, 100: 468-505.
- [56] Porter M. The Competitive Advantage of Nations [M]. New York: Free Press, 1990.
- [57] Schmidt K M. Managerial Incentive and Product Market Competition [J]. Review of Economic Studies, 1997, 64: 191-213.

(编辑:南北;校对:杨睿)