

doi:10.3969/j.issn.1008-6439.2009.02.019

会计收益的持续性与高管薪酬

李 粟

(贵州财经学院 会计学院, 贵州 贵阳 550004)

摘 要:运用中国沪市 1999—2006 年的相关数据,检验会计收益的持续性对高管薪酬相对于会计业绩敏感性的影响,结果表明,高管薪酬对会计业绩的敏感性随着会计收益中所包含的持久性强度的增加而增加。这一结果支持了基于会计收益的高管薪酬合同能够激励管理者创造股东长期价值的观点。

关键词:代理理论;会计盈余;会计收益持续性;高管薪酬

中图分类号:F275.2 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-6439(2009)02-0095-05

Accounting Earnings Persistence and CEO Wages

LI Su

(Accounting School, Guizhou College of Finance and Economics, Guizhou Guiyang 550004, China)

Abstract: In this paper, we justify that the sensitivity of CEO compensation to earnings varies with earning persistence through the data from 1999 to 2006 of Shanghai Market, China. The results show that the sensitivity of CEO wages to accounting earning increases with the increase of persistence strength in accounting earnings and support the views that CEO compensation based on earnings encourages executive to increase stockholders' wealth.

Keywords: agency theory; accounting earnings; earning persistence; executive wages

一、引言

代理理论是研究高管薪酬问题的一个重要理论框架。在这个框架下,高管薪酬设计的基本思路是通过建立基于业绩的高管薪酬计划来将管理者的利益与股东的利益协调起来,从而激励管理者最大化股东财富。相关的实证研究也表明了高管薪酬与企业业绩之间的确存在着显著的正相关性。但是,代理理论并没有明确指出应该选择哪一个业绩变量,只是指出当一种业绩变量存在信息增量的时候就应该被写入合同,从而可以提高薪酬合同的效率。同样是在代理理论的框架下,财务学更多地关注股票市场回报这种业绩变量与高管薪酬的关系,而会计学则更多地关注会计业绩变量。

对于会计业绩变量而言,常常受到了诸如“促

使管理者为了短期利益而牺牲股东的长期利益”的指责。特别是当企业决策者认为自己的任期短于投资项目的获利期限的时候,将高管薪酬基于会计业绩就更有可能加剧管理者的“短视行为”。然而,从实践的角度来看,基于会计盈利的业绩指标一直在实践中广泛使用。例如 20 世纪初,以盈利为基础的管理奖励报酬在欧洲已成为一种惯例(陶西格和巴克,1925)^[1]。因此,基于会计盈利所制定的报酬计划是否是一种有效的契约就成为一个研究焦点。

以鲍尔和布朗为先导,会计学文献在有效市场假设条件下进行了大量关于股票价格与会计盈余之间关系的实证研究。几乎所有的研究都发现了会计盈余与股票价格之间存在着统计依赖性。而 Ali 和 Zarowin (1992)^[2]的研究进一步表明会计收益对

* 收稿日期:2009-02-01

作者简介:李粟(1971—),男,副教授,博士,在贵州财经学院会计学院任教,主要从事财务理论、国有资产管理研究。

股票回报率的解释力会受到会计盈利的持续性的影响。所谓会计收益的持续性是指人们所预期的企业未来盈利能力持续时间的长短。根据这个持续时间的长短,会计盈利可以分为持续性和转瞬性。

Baber 等(1998)^[3]将会计收益持续性的研究引入了高管薪酬领域。他们发现相对于收益转瞬性而言,持久性在高管薪酬的确定中被赋予了更高的权重。高管薪酬对会计业绩的敏感性随着会计收益中所包含的持久性强度的增加而增加。通过这种机制,公司的薪酬委员会即便是采用会计业绩作为支付高管薪酬的依据也可以减轻所谓的“短视”问题。这就意味着我们可以通过观察会计收益的持续性对高管薪酬的影响,来分析基于会计盈余的高管薪酬是否有效,或者说怎样的基于会计盈余的高管薪酬才是有效的。目前,国内还缺乏这方面的研究。我们使用了中国沪市 1999—2006 年的数据进行了相关检验,结果发现在中国的上市公司中,会计收益的持续性部分也存在这种影响。这说明中国上市公司的高管薪酬至少在一定程度上是有效的。

二、模型设定

在高管薪酬问题的研究中,一类文献表明,高管薪酬和当期的股票回报存在着正的相关性(Murphy, 1985^[4];Jensen 和 Murphy, 1990^[5])。而另一类文献又显示,高管薪酬和会计收益之间也存在着正的相关性(Lambert 和 Larcker, 1987^[6];Dechow 等, 1994^[7])。根据 Rosen(1992)^[8]和 Holmstrom(1982)^[9]的观点,在研究高管薪酬的时候,应该同时将股票回报和会计收益作为业绩变量来加以考虑。基于这种认识,可以形成下面的计量模型:

$$\Delta Compensation_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UE(RET_{it}) + \alpha_2 UE(X_{it}) + \mu_{it}$$

其中, $\Delta Compensation_{it}$ 表示第*i*家企业在*t*时期的高管薪酬的改变量; $UE(RET_{it})$ 表示未预期的股票市场回报; $UE(X_{it})$ 表示未预期会计盈余。这个式子的含义是薪酬的变化受到未预期的业绩变量的影响。我们预期参数 α_1 和 α_2 应该大于0。而在本文中,我们需要进一步考虑的问题是未预期会计收益的参数 α_2 是否会受到会计收益持续性的影响。

Baber 等(1998)^[10]指出,在满足若干假设条件情况下,参数 α_2 将会是关于收益持续性的增函数。这样,上述薪酬计量模型又可以表示成下面的形式:

$$\Delta Compensation_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UE(RET_{it}) + [A + B(1 - \theta)] UE(X_{it}) + \mu_{it}$$

其中, $[A + B(1 - \theta)]$ 等于参数 α_2 ,*A*和*B*均大于0;而 $(1 - \theta)$ 表示收益的持续性。从上式中可以看出,薪酬变化对会计业绩变量的敏感性将会随着收益持续性的增强而增加,且它们之间存在线性关系。一般而言,尽管会计收益的转瞬性和持续性都对股票市场回报具有解释力,但是在某一时期的薪酬变化却直接与未预期收益中所存在的持续性程度相联系。从参数 α_2 的表达式 $[A + B(1 - \theta)]$ 我们可以看出:如果会计收益具有持续性,那么该时期的薪酬将会因为未预期收益增加1个单位而增加 $(A + B)$ 个单位。这样*B*就可以被解释为未预期收益中的持续性部分所带来的薪酬增加量。

我们将通过下面的计量模型对前面所分析的问题进行检验:

$$\Delta COMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 RET_{it} + \beta_2 UE(X_{it}) + \beta_3 RET_{it} * PERSIS - T_{it} + \beta_4 UE(X_{it}) * PERSIS - T_{it} + \beta_5 PERSIS - T_{it} + \eta_{it}$$

上式中, $\Delta COMP_{it}$ 表示*i*企业在时期*t*所支付的高管薪酬的增长百分比; RET_{it} 表示*i*企业在*t*时期的股票市场回报率; $UE(X_{it})$ 表示*i*企业在*t*时期的未预期会计盈余,我们将分别采用会计盈余的水平变量和变化量来表示; $PERSIS - T_{it}$ 表示*i*企业在*t*时期的会计收益的持续性。关于变量的具体解释我们将在下一节中进行。同时,我们可以预期:高管薪酬对未预期收益的敏感性随着收益中所含有的持续性的程度的增加而增加,即 β_5 应该大于0。

三、数据与变量

1. 样本选择

在本文中我们采用沪市A股股票1999—2006年的数据,数据来源于国泰安数据库。对于观测样本按照下面的过程进行选择:(1)剔除标识有ST、SST、S*ST和*ST的股票;(2)剔除退市、被终止上市、暂停上市和遭停牌公司的股票;(3)选择下列数据可以获得的股票作为观测样本:对股票分割和股利的影响进行调整后的年度每股收益、对股票分割和股利的影响进行调整后的股票日可比价格。最后,共获得1966个企业的观测样本。

2. 变量

(1) 收益持续性的估计(PERSIST)

在相关的文献中,这个会计收益持续性的估计一般可以采用以下几种途径:

第一,假设收益的时间序列服从 $IMA(1,1)$ 过程,根据 Beaver 等 1980^[11] 的模型进行估计:

$$X_t - X_{t-1} = UX(X_t) - \Theta UX(X_{t-1})$$

其中, $UX(X_t)$ 表示股票 j 在 t 时期的未预期收益,服从独立同分布的白噪音的随机变量,而 Θ 是关于收益革新持续性的度量。如果 $\Theta=0$ 则表示收益遵循随机行走过程,所有的收益革新被认为是永久的;如果 $\Theta=1$ 则表示收益遵循均值回转过程,所有的收益革新被认为是转瞬的。这样, $(1-\Theta)$ 就直接随收益的持续性而变化。

第二, Cochrane (1988)^[12] 所描述的方差比率 (VR)。采用方差比率变量与 Θ 的不同之处在于, Θ 被假设为服从 $IMA(1,1)$ 过程,而 VR 则没有对收益的时间过程做出这么严格的限制。

第三,根据 Beaver (1999)^[13] 所指出的收益价格比率与收益持续性的强度之间存在的关系进行计量。他认为,极端的 E/P 在某种程度上归因于投资者预测所报告的收益含有相当大的转瞬组成部分。

根据我们的数据条件,本文选用了第三种关于会计收益持续性的计量方法。遵循 Ou 和 Penman (1989)^[14] 的做法,我们根据前一期的收益与当期的股票价格将样本进行分组,采用哑变量来度量收益的持续性。放弃其他三种计量方法的原因在于:根据 Baber 等 (1998) 估计 Θ 需要较长的时间序列,而且 Θ 需要收敛。Baber 等 (1998) 所使用的时间区间至少为 12 年,但是我们的数据无法实现上述条件。同样,虽然 VR 的限制条件要小于 Θ ,但是,正如 Baber 等 (1998) 所指出的,在较短的时间序列中,无法肯定该度量优于 Θ 。因此,尽管收益与价格之比是一个噪音比较大的关于收益持续性的计量指标,但是其具有不需要进行时间序列估计的优点,从而可以使我们采用较短期间的薪酬数据进行估计。

Ou 和 Penman (1989) 指出,非常高的(或低的)收益价格之比表明了会计收益的转瞬性高(或低);而处于中间状态的收益价格之比则表明会计收益具有较强的永久性。根据这种观点,我们通过计算股票上年的会计收益与期初价格之比的高低来反映不同股票的转瞬性和永久性。基于该指标,我们

进行如下分组:首先,将各年中该指标为负的分为 1 组;然后,将各年中该指标为正的再大致均匀地分为 9 组。这样,我们将这 9 组中的中间 6 组称为永久性成分占优的组,即永久组;将 9 组中的剩余的 3 组以及该指标为负的 1 组,共 4 组,称为转瞬性占优的组,即转瞬组。我们将永久组赋值为 1;转瞬组赋值为 0。这样,通过构造一个哑变量来检验收益的持续性对高管薪酬的影响。

(2) 高管薪酬 (COMP)

中国的证券监管机构从 1998 年开始要求上市公司在年报中披露高管薪酬数据。2001 年中国证监会又对上市公司高级管理人员的报酬信息披露要求作了较大的调整,要求增加披露金额最高的前三名上市公司高级管理人员的报酬总额。由于受上市公司所披露的薪酬信息的限制,我们利用其披露的“金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额”,通过计算其平均值来作为上市公司高级管理人员个人年度薪酬的一个替代。如果“前三名”高级管理人员之间的薪酬数额存在比较明显的差异,那么采用平均值就会使估计值产生偏误。考虑到高管薪酬制度中会存在职位等级和资历等因素,因此,按照这种方法估算出来的所谓“单个高管的薪酬”实际上是会存在向下的偏误的。在本文中采用高管薪酬增长的百分比的形式来表示。另外,在文中只考虑了现金薪酬,因此,无法对收益的持续性对现金薪酬和权益性薪酬是否会产生不同的影响进行更深入的分析。Baber 等 (1998) 的研究结果表明,对权益性薪酬没有这种影响。

(3) 股票市场回报率 (RET)

本文中所采用的市场回报是对股票分割和股利的影响进行调整后的市场回报。年度市场回报是通过将月度市场回报率按照复合公式计算求得的。根据 Lambert 和 Larcker (1987) 的作法,股票的市场回报率将被作为关于股票未预期回报的代理变量。这样做是由于期望的股票市场回报在横截数据和时间序列数据中都是固定的。根据代理理论以及关于高管薪酬的相关文献,我们可以预期关于股票市场回报率的估计参数应该为正。

(4) 未预期会计盈余 (ΔA 或 A)

本文中将分别采用权益回报率和权益回报率

的改变量作为未预期会计盈余的代理变量。根据 Easton 和 Harris (1991)^[15] 的研究,收益的水平变量和收益的改变量都可以作为未预期收益的代理变量,但是都存在一定程度的计量误差。因此,在回归时,我们分别考虑了以权益回报率、权益回报率的改变量作为未预期会计盈余的代理变量的两种情况。

如果会计盈余在高管薪酬中起作用,那么我们就预期高管薪酬与未预期会计盈余之间存在正的相关性。如果会计业绩变量与会计盈余持续性的交叉项没有被加入模型中,或者会计盈余的持续性对于高管薪酬的决定而言是无关的,则关于会计盈余的估计参数为正。

(5) 业绩变量与盈余持续性的交叉项 ($RET^* PERSIST$ 、 $\Delta A^* PERSIST$ 或 $A^* PERSIST$)

为了检验会计盈余持续性对薪酬业绩敏感性的影响,我们在回归模型中加入了市场业绩变量与会计盈余持续性的交叉项 ($RET^* PERSIST$)、会计业绩变量与会计盈余持续性的交叉项 ($\Delta A^* PERSIST$ 或 $A^* PERSIST$) 以及会计盈余持续性变量 ($PERSIST$)。在前面的分析中并没有明确指出需要在实证模型中考虑 $RET^* PERSIST$ 和 $PERSIST$, 它们在回归模型中的作用是为了检验市场业绩变量与

会计盈余的持续性是否存在交叉关系以及是否作为主要效应存在解释力。我们预期该交叉项的回归参数应该是非正的。因为现存的证据表明收益的持续性已经恰当地被股票价格所反映 (Kormendi 和 Lipe, 1987^[16]; Collins 和 Kothari, 1989^[17]), 将高管薪酬与股票回报之间的关系以会计盈余的持续性为条件就是多余的, 因而可以预期该参数应该为 0。另外, 如果收益的持续性的增加依赖于会计收益, 那么薪酬委员会将会利用会计盈余来代替股票市场回报, 这时我们将会期望该系数小于 0。

会计业绩变量与会计盈余持续性的交叉项则是本文考察的重点。由于原假设为高管薪酬对会计收益敏感性不受会计盈余持续性的影响, 因此该项估计参数等于 0。而替代假设则为收益革新在高管薪酬模型中所赋予的权重随着收益持续性的增加而增加, 这样, 该交叉项的参数应该为正。如果会计盈余的持续性在高管薪酬的决定中起作用, 则会计盈余变量以及会计业绩变量与会计盈余持续性的交叉项共同决定高管薪酬与收益革新的关系, 这样, 两个参数之和应该联合显著。

四、检验结果

关于回归模型的检验结果见表 1。

表 1 回归模型检验结果

Variable	1	2	3	4
C		0.529 (9.150)***	0.584 (8.066)***	0.577 (7.983)***
RET	+	0.164 (1.705)*	0.278 (1.710)*	0.272 (1.663)*
ΔA	?	0.008 (0.275)		
A	?			0.011 (0.298)
$RET^*PERSIST$	0/-		-0.303 (-1.336)	-0.340 (-1.484)
$\Delta A^* PERSIST$	+		1.332 (2.558)**	
$A^* PERSIST$	+			1.279 (2.674)***
$PERSIST$?		-0.076 (-1.228)**	-0.173 (-2.444)
R^2		0.014	0.017	0.017
N		1 966	1 633	1 634

注: (1) 第 1 列为预计的参数估计值的方向。? 表示无法对估计值的方向做出判断; 0/- 表示参数估计值或者在统计意义上等于 0, 或者方向为负。第 2~4 列为模型的估计结果。与变量所对应的数值中, 不带括号的为参数估计值, 带括号的数值为 t 统计量。 R^2 为模型估计的拟合度, N 为样本个数。(2) 模型采用 OLS 方法进行估计, 并且加入了时间哑变量(但没有报告)。(3) *** 表示在 0.01 的水平上显著; ** 表示在 0.05 的水平上显著; * 表示在 0.1 的水平上显著。

我们的结果支持高管薪酬对会计盈余的持续性产生反应的结论。也就是说在公司的薪酬委员会在高管薪酬合同中将会会计盈余作为业绩变量时, 是

考虑到了公司的长期价值的, 从而将管理者的利益与股东的长期利益联系起来。表 1 中的第 1 列中给出了相关变量的预期估计符号, 第 2 列是高管薪酬

的变化率对股票回报率的回归。其结果与财务学领域相关文献的结论基本一致,关于股票回报率的回归系数为 0.164,且在 0.1 的水平上显著。从这个结果中可以看出,当股票回报率增加 1% 的时候,高管所获得的回报将增加 0.16%。

第 3、第 4 列分别是以会计收益的水平变量和会计收益的改变量作为未预期会计收益的代理变量所进行的回归结果。从中我们可以看出:(1)在加入了会计收益变量以及考虑了收益的持续性的情况下,关于股票回报率的估计参数仍然在 0.1 的水平上显著为正。(2)关于股票回报率与会计收益持续性的交叉项的估计值均小于 0,为 -0.3 左右,但不具有统计意义上的显著性,这与我们的预期是一致的。(3)关于会计业绩与会计收益持续性的交叉项的回归结果都显著为正。其中关于会计收益改变量的估计结果是 1.33,显著性水平为 0.05;关于会计收益水平量的估计结果是 1.28,显著性水平为 0.01。这个结论支持了我们前面所做出的假设,即会计收益的持续性在决定高管薪酬的过程中是发挥了作用的。(4)列 3 和列 4 中的会计业绩变量与会计收益持续性的交叉项的回归系数之和反映了高管薪酬对会计业绩的敏感性,两项回归系数之和大约为 1.30,且在 0.01 的水平上显著。因此,可以认为,当未预期会计业绩增加 1% 的时候,高管薪酬将增加 1.3%。

五、结论

会计收益业绩指标在实践中被广泛使用,但是却受到了各种质疑。本文通过检验会计收益的持续性对高管薪酬相对于会计业绩敏感性的影响,验证了基于会计业绩指标的高管薪酬合同的有效性,从而将会计收益持续性问题从以资本市场为背景转入了以人力资本市场为背景。我们的结果表明,不论是以收益水平变量还是以收益的改变量作为未预期会计收益的代理变量,会计收益的持续性都会使得高管薪酬相对于会计业绩敏感性增加。因此,在以会计收益作为支付高管薪酬依据的情况下,会计收益的持续性是公司用来缓解所谓“短视”问题的一种有效机制。

参考文献:

- [1] Taussing F W, Batker W S. American Corporations and Their Executives Quarterly[J]. Journal of Economics, 1925, 40.
- [2] Ali A, Zarowin P. The Role of Earnings Levels in Annual Earnings-Returns Studies [J]. Journal of Accounting Research, 1992, 30.
- [3] Baber W, Kang S, Kumar K. Accounting Earnings and Executive Compensation: The Role of Earnings Persistence [J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25.
- [4] Murphy K J. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis [J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7.
- [5] Jensen M, Murphy K J. Performance Pay and Top-Management Incentives [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98.
- [6] Lambert R, Larcker D. An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts [J]. Journal of Accounting Research, 1987, 25.
- [7] Dechow P, Husek M, Sloan M. The Effect of Restructuring Charges on Executives' Cash Compensation [J]. The Accounting Review, 1994, 69.
- [8] Rosen S. Contracts and the Market of Executive Contract Economics [D]. Oxford, 1992.
- [9] Holmstrom B. Moral Hazard in Teams The Bell [J]. Journal of Economics, 1982, 13.
- [10] Baber W, Kang S, Kumar K. Accounting Earnings and Executive Compensation: The Role of Earnings Persistence [J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25.
- [11] Beaver W, Lambert R, Morse D. The Information Content of Security Prices [J]. Journal of Accounting and Economics, 1980, 2.
- [12] Cochrane J. How Big Is the Random Walk in GNP? [J]. Journal of Political Economy, 1988, 6.
- [13] H·比弗. 财务呈报:会计革命 [M]. 薛云奎. 译. 大连:东北财经大学出版社, 1999.
- [14] Ou J, Penman S. Accounting Measurement, Price-Earning Ratio, and the Information Content of Security Prices [J]. Journal of Accounting Research, 1989 (Supplement).
- [15] Easton D, Harris T. Earnings as an Explanatory Variable for Returns [J]. Journal of Accounting Research, 1991, 29.
- [16] Kormendi R, Lipe R. Earnings Innovations, Earnings Persistence and Stock Returns [J]. Journal of Business, 1987, 60.
- [17] Collins D, Kothari S. An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients [J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11.