高管薪酬业绩敏感性:基于公司治理调节效应的研究

张耀伟

（南开大学公司治理研究中心，天津，300071）

摘要：基于 2006-2009 年中国上市公司截面数据，应用分组回归分析的方法，系统分析了高管薪酬业绩敏感性的非对称效应及其根源，检验了公司治理因素对高管薪酬业绩敏感性的调节效应。结果显示：1.整体上看，上市公司高管薪酬业绩敏感性显著，股权集中和两职分离对高管薪酬水平具有约束作用，而薪酬委员会和独立董事制度对高管薪酬水平具有提升效应；2.分组实证结果显示，在不同的盈亏状态下（而不是业绩相对升降），上市公司高管薪酬业绩敏感性呈现显著的非对称性特征：盈利时高度正相关，亏损时则不显著；3.在不同的盈亏状态下，公司治理因素对高管薪酬水平及其业绩敏感性的调节效应亦呈现非对称性特征。由于公司治理体系在高管薪酬上重奖优而轻惩劣的倾向，使得其对高管薪酬水平及其业绩敏感性的调节效应呈现非对称性，并最终使得高管薪酬业绩敏感性在不同的盈亏状态下呈现出显著的非对称性特征。基于实证分析结果，最后为优化高管薪酬决定机制提出了相应的政策建议。

关键词：高管薪酬　业绩敏感性　股权集中度　独立董事

中图分类号：　F271　　文献标识码：A

1 引言

薪酬机制本来是用来激励高管人员的，以期实现利益趋同、降低代理成本的目标。由于两权分离引致的委托代理关系和信息的非对称性，股东难以制定完备的高管薪酬契约。由此，将高管薪酬与可观测的公司绩效挂钩就成为必然的次优选择。科学的高管薪酬体系在实现对高管的有效激励，保持高管薪酬与公司绩效间恰当匹配的同时，能够避免收入差距过大而引发社会公平危机。显然，确保科学有效的高管薪酬体系是现代公司治理的核心职责。然而在此次金融危机中，金融机构高管刚性且无后顾之忧的薪酬体系，极大地助长了金融机构的冒险行为，最终酿成危机。公司盈利时，高管们可以顺理成章地拿到高额的工资奖金；而即使公司陷入困境，高管们仍可拿到巨额的离职补偿等，丝毫不用承担任何责任。高管薪酬呈现出典型的只升不降的刚性特征，其根源正在于金融机构低效的公司治理体系。不合理的高管薪酬体系是导致危机的关键因素之一，而政府的救助在某种程度上又是用纳税人的钱为这些高管买单。正是在此背景下，高管薪酬决定问题成为社会各界关注的焦点。

在我国，经过多年的公司治理改革，上市公司高管薪酬业绩敏感性趋于上升（杜兴强等，2007[1]；方军雄，2009[2]）。但从高管薪酬实践看，公司绩效下滑而高管薪酬增加的现象依然存在。例如，2007-2009 年间，1064 家样本公司总资产收益率 Roa 增幅平均分别为 -123.85%，-55.34%和-138.53%，而金额最高前三名董事年度报酬总额增幅平均分别为 32.15%，69.68%和 48.05%，金额最高前三名高管年度报酬总额增幅平均为 26.78%，45.77%和 36.64%。特别是在金融危机背景下公司绩效下滑的情况下，公司高管薪酬依然增加，只是增幅有所降低。公司绩效下滑而高管薪酬依然逆势上涨，高管薪酬何以具有业绩敏感性？导致这种矛盾现象的根源何在？目前，国内尚未出现针对上述问题进行系统研究的文献。基于此，本文以 2006-2009 年上市公司为样本，在全面检验高管薪酬与业绩敏感性的基

础上，重点考察高管薪酬业绩敏感性非对称性的“拐点”效应及其根源，探究公司治理对高管薪酬业绩敏感性的非对称性调节效应，从而拓展已有的研究。

2 高管薪酬与公司业绩：理论分析及研究假设

对高管薪酬的理论研究，主要沿着两个思路展开：一是委托代理理论，二是锦标理论。在委托代理框架下，为降低代理成本，增强股东与高管之间的利益趋同性，需要对高管实施有效的激励；锦标理论则认为，企业内部的薪酬等级制度，可对高管人员的积极性产生巨大的激励作用。显然，两种理论的出发点和最终目标是相同的，即如何设计科学的高管薪酬契约，以最大限度地发挥薪酬的激励效应。围绕近年高管薪酬持续上涨的原因及其驱动因素，Murphy 和 Zabojnik（2007）[3]及 Gabaix 和 Landier（2008）[4]基于最优契约模型的市场配置视角，探讨了美国高管薪酬的快速增长及其根源。Hart 和 Moore（2008）[5]，以及 Fehr、Hart 和 Zehnder（2008，2009）[6,7]探讨了契约作为参照点对高管薪酬决策的影响。Devers 等（2007）[8]指出了签约个体诸如参照点和损失厌恶等心理因素对契约内容的影响。Chen,J.（2005）[9]与 Liu,Q.（2006）[10]分析了转型国家外部制度缺失背景下高管的高额薪酬问题。这方面的理论研究主要侧重于探讨高管薪酬的决定因素，而对公司高管的薪酬实践及其激励效应等问题缺乏系统实证检验。

在薪酬实践中，由于公司的产出易被观测，而高管人员的努力程度很难观测，因此将高管的薪酬与绩效挂钩就成为一种现实的选择，由此引发了有关高管薪酬与公司绩效关系的实证研究，但研究结论存在巨大差异。部分文献认为高管薪酬与绩效间存在相关关系。Mehran（1995）[11]的研究发现，股份支付的 CEO 薪酬与托宾 Q 和财务基本收益（ROA）呈正比。Core et al.（1999）[12]、Leone et al.（2006）[13]等实证结果表明，上市公司高管报酬与公司业绩存在显著的正相关关系。Barro J 和 R Barro (1990)[14]发现高管的薪酬变化取决于企业业绩的变化，即二者之间存在着正相关的关系。刘斌等(2003)[15]，杜胜利和翟艳玲(2005)[16]，杜兴强和王丽华(2007)[1]等的研究发现高管人员的薪酬水平与公司业绩有显著正相关关系。徐向艺等(2007)[17]的研究发现高管薪酬与代理成本显著负相关。林浚清(2003)[18]基于锦标赛理论研究了高管团队内的新酬差距与公司绩效的关系问题，认为当团队成员薪酬的差距较大时有利于提高公司经营绩效。

而更多的文献则发现了不一样的结果。Jensen 和 Murphy(1990)[19]发现，在股票支付情况下薪酬与业绩敏感度更高，但整体上薪酬与业绩敏感度仍很低。Tosi 等(2000)[20]研究了 CEO 薪酬的影响因素，发现公司规模可以解释 CEO 薪酬变差的 40%，而公司业绩仅解释了 CEO 薪酬变差的 5%。Evans J 和 Evans R（2001）[21]发现，CEO 薪酬（基础工资+奖金）和公司后来的 EVA 不相关。Jackson et al.（2008）[22]发现高管的薪酬存在粘性的特征，即高管薪酬在业绩上升时的边际增加量大于业绩下降时的边际减少量。Yermack,D.（2006）[23]探讨了高管高额分手费问题，指出了高管薪酬与公司绩效可能的不一致性。方军雄（2009）[2]的研究发现，中国上市公司高管薪酬同样存在粘性特征。而李增泉(2000)[24]较早期间的研究发现高管人员的报酬水平和持股数量与公司的经营绩效不存在显著的正相关关系。

对于已有实证研究结果间的巨大差异，除了部分源于研究指标和样本选择的差异外，更主要的原因在于忽视了公司治理的影响。有关的研究所隐含的一个前提假设是，以董事会为核心的公司治理体系和高管薪酬决定机制是独立高效的。良好的公司治理有助于确保高管薪酬的动态有效性，并进而提高高管薪酬的业绩敏感性。显然，在这种逻辑下，高管薪酬理应具有业绩敏感性。但在薪酬实践中，一方面，公司治理会对高管薪酬水平及其业绩敏感性产生关键影响；另一方面，在特定的公司治理水平下（特别是公司治理运作效率不高时），高管们往往很容易将公司业绩上升归结于自身的贡献，而将业绩不佳归结为其它外在因素，从而导致高管薪酬业绩敏感性在不同的公司治理水平和不同的绩效区间内存在非对称性。而

有关高管薪酬业绩敏感性的实证研究主要基于全样本分析，缺乏对不同绩效区间及相应的公司治理调节效应的具体分析。由于公司治理水平的差异及其对高管薪酬水平和业绩敏感性的调节效应不一致性，导致高管薪绩敏感性具有潜在的非对称性，由此可能内在地导致有关实证结果的不一致性。

鉴于此，研究者开始实证检验高管薪酬业绩敏感性的影响因素，相应地这方面的研究主要集中在公司治理上。Harvey 和 Shrieves（2001）[25]实证研究发现，外部董事与大股东的存在增强了高管薪绩敏感性，债务融资的企业薪绩敏感性较低，CEO 的年龄及持股比例也对薪绩敏感性有显著的负面效应。Cyert（2002）[26]等构建了一个董事会与 CEO 之间的博弈模型并进行了实证检验，证明在有大股东存在的情况下，作为内部治理机制的董事会和外部接管威胁可以有效防止高管自定薪酬。另外，董事持股、外部董事比例、董事会规模对经理薪酬都有显著影响。Mishra 和 Nielsen(2000)[27]研究了美国银行持股公司的高管薪酬与业绩之间的敏感性与公司董事会独立性之间的相互作用，认为二者之间存在着正相关关系。Bebchuk L.和 J. Fried（2004）[28]的研究表明，独立董事其实在很多方面受制于 CEO，独立董事也缺乏足够的信息、时间、专长和技巧去与高管进行谈判，最终的薪酬设计往往偏袒高管。张必武、石金涛(2005)[29]研究了管理层权力对于薪酬业绩敏感性的影响，发现董事长与总经理二职兼任显著提高了薪酬的业绩敏感性。刘凤委等（2007）[30]针对我国沪、深股市国家控股上市公司的实证检验发现，政府对企业干预越多，会计业绩的度量评价作用越小；外部竞争程度越低，会计业绩与经营者的奖惩关联度越弱。邵平等(2008)[31]实证研究了我国上市金融类企业高管薪酬与其业绩之间敏感性的影响因素，发现公司规模、负债比率、收益波动性与敏感性负相关，外资进入、高管任职时间、金融监管以及董事会的独立性对这一敏感性的影响不显著。

经过多年的公司治理改革，我国上市公司高管薪酬的市场化水平逐步提高（辛清泉等，2007[32]）。但在行政型治理向经济型治理转变的过程中，由于经济型治理体系的缺失，企业常在“内部人控制”与行政型治理之间摇摆。中国企业行政型治理放松的同时，经济型治理却未及时确立。由此，行政型治理一放松，企业常陷入内部人控制状态；而企业一旦出现问题，在很大程度上又依赖于强有力的行政型治理。上市公司高管薪酬问题就是一个例子：行政型治理一放松，部分企业高管薪酬就“井喷”，偏离了我国的基本国情和企业的实际绩效水平；而面对这一问题，又要以政府的限薪令来应对，董事会却未及时采取相应措施。正是由于政府的行政型治理依赖和独立高效董事会的缺失并存，加上资本市场的不完善和信息披露的不透明，国资所有者一旦放松行政控制，董事会特别是薪酬委员会未切实承担起薪酬制定主体作用，有可能导致公司高管自己给自己定薪酬，从而使高管薪酬具有奖优不惩劣的倾向（王克敏、王志超，2007[33]；方军雄，2009[2]），激励有余而约束不足（李维安，2010[34]），呈现出很强的只升不降的刚性特征。高管倾向于将公司业绩上升归于自己努力从而要求大幅增加薪酬，而将业绩不佳归结于其他外在原因。因此，业绩上升，高管薪酬会大幅增加；而业绩下降，高管薪酬依然会增加，业绩的相对变化对高管薪酬的影响具有单向性。只有当公司处于绝对亏损状态而又不存在其他系统性影响因素时，高管薪酬才可能因各方压力而被迫调低。显然，作为公司治理核心的董事会如果能切实履行其独立高效决策职责，真正做到奖优与惩劣并重，则会缓解高管薪酬只升不降的刚性特征，增强高管薪酬的业绩敏感性。综上，提出以下研究假设：

H1：上市公司高管薪酬具有业绩敏感性，但这种业绩敏感性因公司绩效盈亏不同而呈非对称性特征；

H2：公司治理因素对高管薪酬业绩敏感性具有调节效应，这种调节效应在不同的绩效盈亏状态下亦呈现非对称性。

3 实证研究的思路

3.1 研究样本的选择和变量设定

本文选取 2006-2009 年的沪深两市 A 股上市公司为样本，并进行了以下剔除：（1）金融保险类上市公司；（2）数据不全和有奇异值的公司；（3）连续数据不足 4 年的公司；最后得到 1064 个公司 4 年度的数据样本，共 4256 个样本点。本研究数据主要取自 CSMAR 的公司治理数据库、CCER 上市公司治理结构数据库和南开大学公司治理数据库，财务指标取自 CCER 公司财务数据库。与已有研究（方军雄，2009 等）的研究不同，本文的研究样本包括业绩亏损的公司，并对研究样本进行分组检验，从而可更全面地考察高管薪酬业绩敏感性问题。

根据以上研究假设构造以下研究变量：

（1）公司绩效指标。总资产收益率(ROA)是企业净利润与总资产的比率，反映公司运用全部资产获取收益的能力，可以弥补净资产收益率及净利润等不能有效反映因财务杠杆不同而形成的财务风险差异的缺陷。因此，本研究用总资产收益率（ROA）衡量公司绩效，用其作为本研究的自变量。

（2）薪酬指标。从国外的实践看，高管薪酬主要包括货币薪酬和股权激励。但在我国，股权激励实施较晚，高管持股比例普遍很低；同时，上市公司对高管薪酬的披露大多未明确具体的个人。考虑到信息的可获取性并借鉴已有研究（王克敏，王志超，2007）[33]的做法，本研究选用“金额最高前三名董事报酬总额”和“金额最高前三名高管报酬总额”指标衡量高管薪酬水平，取其对数作为因变量。

（3）公司治理指标。考虑到中国上市公司治理的特殊性并借鉴有关研究成果，本文采用股权 Z 指数、总经理权势、独立董事比例和薪酬委员会等指标衡量公司治理状况。

（4）控制变量。考虑到行业和制度因素对高管薪酬的影响，分别引入了行业、地区和年度虚拟变量。行业分类是在证监会和深交所行业分类的基上进行一定的调整，最终分成 13 个行业。

表 1 变量定义

变量代码	变量名称	变量界定
LnDir	董事薪酬水平	金额最高前三名董事报酬总额的自然对数
LnMan	高管薪酬水平	金额最高前三名高管报酬总额的自然对数
ROA	总资产收益率	净利润/总资产
Ind	独立董事比例	董事会中独立董事所占比例
Power	总经理权势	总经理和董事长是否兼任，董事长和总经理由一人兼任取 1，副董事长、董事兼任总经理取 2，董事与总经理完全分离取 3
Com	薪酬委员会	是否设立薪酬与考核委员会，设立取 1，否则取 0
Z	Z 指数	公司第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
S	实际控制人性质	公司第一大股东最后控制股东性质，国有控股取 0，民营控股取 1，外资控股取 2，集体控股取 3，社会团体控股取 4，职工持股会控股取 5
P	业绩变化变量	业绩下降取 1，否则取 0
R	盈亏变量	Roa<0 取 1，Roa>0 取 0
LnAst	资产规模	期末总资产的自然对数
Lev	资产负债率	公司期末负债/总资产

Loc	公司所在地虚拟变量	公司注册地区，属于该地区取 1，否则取 0
Ind_{1-12}	行业虚拟变量	若属于该行业，取 1；否则，取 0
$Year_{1-3}$	年度虚拟变量	若属于该年度，取 1；否则，取 0

为了排除多重共线性问题，在模型中加入 12 个行业虚拟变量。数据年度为 4 年，在回归中以虚拟变量形式加入 3 个年度控制变量。考虑到地区差异的影响，本文参考王小鲁、樊纲(2004)的方法，按照公司注册地区分为中、东、西三类，从而引入两个地区虚拟变量。其中东部地区包括京、津、冀、辽、沪、江、浙、闽、鲁、粤、琼 11 省市；中部包括晋、吉、黑、皖、赣、豫、鄂、湘 8 省；西部包括蒙、桂、渝、川、黔、云、藏、陕、甘、青、宁、疆 12 省市区。对于其他外生性控制变量，从企业自身财务特征、第一大股东性质等方面设置控制变量，具体定义见下表。

表 2 表明，2006-2009 年间我国上市公司金额最高前三名董事年度报酬总额平均值为 737479.6 元，金额最高前三名高管人员年度报酬总额平均值为 829254.1 元，高管薪酬呈现快速增长势头（相比于李增泉（2000）、方军雄（2009））。这反映了在市场化改革和现代企业制度建立过程中企业高管薪酬的市场化水平逐步提高。但公司间差异很大，最大值与最小值之间相差悬殊。公司总资产收益率 ROA 平均值为 1.68%，最大值为 256.89%，最小值为-398.74%，公司间差异较大。独立董事比例平均值为 35.16%，达到了证监会关于设立独立董事的比例要求。两职分离比例趋于提高，64%的样本公司设立了薪酬委员会。

表 2 变量描述性统计结果

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Dir	737479.6	510200	8000	15865140	909807
Man	829254.1	618000	15886	43251700	1139468
ROA	1.68%	2.57%	-398.74%	256.89%	17.62
Ind	35.16%	33.33%	0	75%	6.77
Power	2.61	3.0	1.0	3.0	0.67
Com	0.64	1.0	0.0	1.0	0.47
Z	22.86	5.16	1	810.25	52.7
S	0.37	0.00	0.00	5.00	0.66
Loc	0.58	0.00	0.00	2.00	0.53
Ast	3980000000	1910000000	3070803	165000000000	8210000000
Lev	0.60	0.56	0	10.44	0.49

资料来源：作者整理

3.2 模型设定

上市公司高管薪酬业绩敏感性用如下模型检验：

模型 1 $LnDir（LnMan）=C+\beta_1*ROA+\beta_2*Z+\beta_3*Power+\beta_4*Com+\beta_5*Ind+\beta_6*S+\beta_7*Lev+\beta_8*Lna+\theta_i*\Sigma Year_i+\alpha_i*\Sigma Indusi+\Phi_i*\Sigma Loc+\varepsilon$

公司治理因素对高管薪酬业绩敏感性调节效应用如下模型检验：

模型 2 $LnDir（LnMan）=C+\beta_1*ROA+\beta_2*Z+\beta_3*Power+\beta_4*Com+\beta_5*Ind+\beta_6*S+\beta_7*Lev+\beta_8*Lna+\beta_9*Z*Roa+\beta_{10}*Power*Roa+\beta_{11}*Com*Roa+\beta_{12}*Ind*Roa+\beta_{13}*S*Roa+\theta_i*\Sigma Year_i+\alpha_i*\Sigma Indusi+$

$\Phi_i*\Sigma Loc+\varepsilon$

4 实证结果分析

表 3 回归结果表明，无论用金额最高前三名董事年度报酬总额还是金额最高前三名高管年度报酬总额作为被解释变量，业绩变量 Roa 回归系数均显著为正，高管薪酬水平与公司绩效显著正相关。Z 指数回归系数显著为负，表明较低的股权制衡度与较低的高管薪酬水平相联系，这或许意味着控股股东监督对于抑制高管薪酬水平具有积极作用。Power 回归系数显著为负，表明两权分离与较低的薪酬水平相联系，总经理权势越高，高管薪酬水平越高。Com 回归系数显著为正，意味着薪酬委员会的设立提高了高管薪酬水平。独立董事比例的提高降低了董事的薪酬水平，但却提高了高管的薪酬水平，不过这种影响并不显著。

为了进一步考察股权制衡等公司治理因素对高管薪酬业绩敏感性的调节效应，我们在模型中加入了相关变量的交互项。结果表明，两职分离和薪酬委员会的设立提高了高管薪酬的业绩敏感性水平，不同控股股东性质公司间高管薪酬业绩敏感性存在显著差异，而股权制衡度和独立董事比例对高管薪酬业绩敏感性的调节效应不显著。

表 3 全样本薪酬业绩敏感性回归结果

变量	LnDir		LnMan		LnDir		LnMan	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
常数项	5.82	21.41***	6.35	26.21***	5094	21.96***	6.49	26.92***
Roa	0.005	6.67***	0.005	6.97***	0.01	2.48**	0.01	2.67***
Z	-0.001	-5.56***	-0.001	-6.83***	-0.001	-5.32***	-0.001	-6.86***
Power	-0.05	-2.95***	-0.03	-1.82*	-0.06	-3.09***	-0.03	-1.97**
Com	0.17	6.71***	0.14	5.85***	0.17	6.47***	0.13	5.54***
Ind	-0.12	-0.66	0.22	1.31	-0.06	-0.33	0.27	1.65*
S	0.12	6.61***	0.03	1.67*	0.14	7.57***	0.05	2.65***
Z*Roa					-9.12E-06	-0.22	4.63E-05	1.27
Power*Roa					0.001	1.64*	0.001	1.74*
Com*Roa					0.005	3.46***	0.006	4.07***
Ind*Roa					-0.01	-0.94	-0.01	-1.37
S*Roa					-0.009	-5.89***	-0.008	-5.81***
Lev	-0.06	-2.35**	-0.06	-2.38**	-0.04	-1.59	-0.04	-1.54
Lna	0.34	29.15***	0.32	30.52***	0.33	28.5***	0.31	29.80***
Industry	控制		控制		控制		控制	
Year	控制		控制		控制		控制	
$AdjR^2$	0.21		0.22		0.22		0.24	
F	130.6***		152.16***		91.74***		100.86***	
N	4256		4256		4256		4256	

资料来源：作者整理

考虑到公司业绩下降而高管薪酬增加的现实，而上述实证结果显示高管薪酬业绩敏感性显著，我们猜想导致这种矛盾现象根源可能存在于不同绩效状态下高管薪酬业绩敏感性存在差异，从而掩盖了某类公司业绩敏感性问题。为了进一步考察不同绩效状态下高管薪酬业绩敏感性是否存在差异，我们在回归中分别引入绩效变化变量和盈亏变量。表 4 的回归结果显示，业绩变化变量回归系数只在高管薪酬 LnMan 为被解释变量时显著，而盈亏变量回归系数在两个模型中均具有显著性，且其他变量依然显著，模型拟合优度有所提高，意味着公司盈亏状况会对高管薪酬业绩敏感性产生显著影响，而业绩相对变化对高管薪酬业绩敏感

性影响不明确。本文假设 1 的观点得到了印证。下面，我们进一步按盈亏状况进行分组回归分析，以探讨盈亏状况对高管薪酬业绩敏感性的影响。

表 4 加入薪酬变化控制变量薪绩敏感性回归结果

变量	LnDir		LnMan		LnDir		LnMan	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
常数项	6.14	19.91***	6.47	23.40***	6.09	22.40***	6.63	27.38***
Roa	0.0048	5.61***	0.0039	4.99***	0.27	3.46***	0.23	3.32***
Z	-0.0013	-3.86***	-0.0012	-3.82***	-0.0013	-5.72***	-0.0014	-7.03***
Power	-0.05	-2.33**	-0.027	-1.38	-0.055	-3.02***	-0.03	-1.90*
Com	0.19	6.12***	0.16	5.62***	0.22	8.31***	0.18	7.74***
Ind	-0.21	-1.01	0.1	0.53	-0.16	-0.88	0.18	1.09
S	0.0077	1.29	-0.0035	-0.66	0.13	6.78***	0.03	1.81*
P	-0.045	-1.47	-0.064	-2.34**				
R					-0.28	-7.08***	-0.28	-8.17***
Lev	-0.048	-1.59	-0.04	-1.53	-0.048	-1.83*	-0.04	-1.74*
Lna	0.33	24.94***	0.32	26.66***	0.33	28.19***	0.31	29.49***
Loc	控制		控制		控制		控制	
Industry	控制		控制		控制		控制	
Year	控制		控制		控制		控制	
$AdjR^2$	0.20		0.21		0.22		0.24	
F	89.15***		97.54***		134.23***		148.24***	
N	3192		3192		4256		4256	

资料来源：作者整理

表 5、6 的回归结果显示，在 Roa<0 样本组中，业绩变量回归系数均为正，但不具有显著性。而在 Roa>0 样本组中，业绩变量回归系数均显著为正，且远大于 Roa<0 样本组的系数。这表明：对处于盈利状态的公司而言，高管薪酬水平与业绩间具有很强的正向关联性，高管薪酬与公司绩效紧密挂钩；而对处于亏损状态的公司而言，高管薪酬水平与业绩间仅存在某种不显著且较微弱的正相关关系，高管薪酬呈现刚性特征。由于盈利样本公司高管薪酬业绩敏感性掩盖了亏损样本公司高管薪酬业绩的非敏感性，从而导致整体样本呈现显著的高管薪绩敏感性。从现实情况看，我国高管薪酬只有在公司盈利状态下呈现高度的业绩敏感性，整体上高管薪酬与公司绩效间的匹配度不高。例如，在 2007-2009 年 3192 家样本公司中，1497 家公司 Roa 出现了下降，但只有 488 家公司金额最高前三名董事报酬总额出现了下降，483 家公司金额最高前三名高管报酬总额出现了下降。而对于 1695 家 Roa 增加的公司中，有 422 家公司金额最高前三名董事报酬总额出现了下降，377 家公司金额最高前三名高管报酬总额出现了下降。

另外，对比表 5、6 的回归结果可以看出，在盈利组样本中，两职分离对高管薪酬水平的约束作用更强，而独立董事制度在提升高管薪酬方面更明显；在亏损组样本中，股权集中对高管薪酬的惩戒作用更强烈，薪酬委员会对于高管薪酬提升作用更明显。这表明，在亏损公司中，控股股东会对高管薪酬实施严格的限制，而薪酬委员会的存在有助于保持高管必要的薪酬水平，起到雪中送炭的作用。而在盈利公司中，两职分离有助于强化对高管薪酬的监控，而独立董事会大幅提高高管薪酬水平，独立董事的作用更多的是锦上添花。

同时，Roa>0 样本组回归结果也表明，股权制衡度越低，高管薪酬业绩敏感性越低，而且在盈利组中更明显。我国的“一股独大”现象虽然对于抑制高管薪酬的非正常增长具有

一定的积极作用，但股权集中降低了高管薪酬业绩敏感性。两职分离状况与高管薪酬业绩敏感性在盈利组中显著正相关，总经理权势越小，高管薪酬业绩敏感性越高，这体现了两职分离的积极意义；而两职分离对高管薪酬业绩敏感性的调节效应在亏损组中不显著。薪酬委员会的设立有助于增强高管薪酬业绩敏感性，但这种影响在两个样本组中均不显著，我国上市公司董事会薪酬委员会的设立更多是出于合规动机，尚未切实发挥作用。从实践看，在样本公司中，截至 2006 年共有 562 家设立了薪酬与考核委员会，占 52.8%。2007、2008 年度仅有 3 家公司新设了薪酬与考核委员会，而到 2009 年，仅有 7 家公司尚未设立薪酬与考核委员会，99.5%的上市公司均设立了薪酬与考核委员会（这主要与 2007 年开展的公司治理专项行动有关），新设立薪酬与考核委员会更多出于合规需要。独立董事比例的提高会提高高管薪酬，但却降低了高管薪酬的业绩敏感性，独立董事制度对于抑制高管薪酬非正常增长具有积极意义，但其在制定高管薪酬计划中可能并未充分考虑公司绩效；而这种影响在亏损组中均不显著。终极控制股东性质对高管薪酬业绩敏感性的影响则不显著。股权制衡、两职分离等因素对于高管薪酬业绩敏感性的调节效应在亏损组中显著性很低。

表 5 Roa<0 样本薪酬敏感性回归结果

变量	lnDir		lnMan		lnDir		lnMan	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
常数项	6.46	8.69***	6.99	10.48***	6.68	8.69***	6.99	10.11***
Roa	0.15	1.34	0.10	1.01	0.94	1.33	0.106	0.17
Z	-0.0015	-2.26**	-0.0018	-2.93***	-0.0028	-2.64***	-0.0023	-2.41**
Power	-0.045	-0.99	-0.01	-0.27	-0.05	-0.97	-0.016	-0.35
Com	0.22	3.20***	0.21	3.31***	0.25	3.21***	0.26	3.71***
Ind	-0.34	-0.70	0.22	0.49	-0.36	-0.61	0.36	0.67
S	0.15	2.85***	0.06	1.29	0.05	0.79	0.012	0.19
Z*Roa					-0.013	-1.50	-0.005	-0.68
Power*Roa					-0.017	-0.14	-0.03	-0.27
Com*Roa					0.14	0.69	0.32	1.74*
Ind*Roa					-0.009	-0.006	0.80	0.61
S*Roa					-0.83	-2.58***	-0.42	-1.46
Lev	0.03	0.75	0.0056	0.14	0.045	0.99	0.019	0.45***
Lna	0.29	9.20***	0.27	9.29***	0.29	8.94***	0.27	9.16***
Loc	控制		控制		控制		控制	
Industry	控制		控制		控制		控制	
Year	控制		控制		控制		控制	
$AdjR^2$	0.16		0.17		0.17		0.17	
F	16.05***		16.64***		10.53***		10.66***	
N	623		623		623		623	

资料来源：作者整理

表 6 Roa>0 样本薪酬敏感性回归结果

变量	lnDir		lnMan		lnDir		lnMan	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
常数项	5.84	20.00***	6.39	24.62***	5.82	19.74***	6.38	24.41***
Roa	0.91	6.63***	0.80	6.53***	2.90	3.09***	3.28	3.93***

Z	-0.0012	-5.08***	-0.0013	-6.22***	-0.0005	-1.79*	-0.0009	-3.53***
Power	-0.05	-2.54**	-0.03	-1.66*	-0.097	-4.45***	-0.076	-3.92***
Com	0.21	7.57***	0.17	6.91***	0.20	6.02***	0.17	5.63***
Ind	-0.14	-0.73	0.16	0.90	0.45	1.88*	0.81	3.80***
S	0.12	6.05***	0.024	1.32	0.11	4.24***	0.02	0.87
Z*Roa					-0.027	-3.58***	-0.014	-2.13**
Power*Roa					1.025	5.91***	1.00	6.48***
Com*Roa					0.22	0.56	0.09	0.26
Ind*Roa					-10.23	-4.28***	-11.23	-5.29***
S*Roa					0.27	0.73	0.05	0.15
Lev	-0.17	-4.81***	-0.13	-4.29***	-0.15	-4.11***	-0.10	-3.24***
Lna	0.35	27.21***	0.32	28.59***	0.34	26.73***	0.31	27.88***
Loc	控制		控制		控制		控制	
Industry	控制		控制		控制		控制	
Year	控制		控制		控制		控制	
AdjR^2	0.20		0.21		0.21		0.22	
F	113.90***		122.91***		75.39***		81.97***	
N	3633		3633		3633		3633	

资料来源：作者整理

5 研究结论与启示

基于 2006-2009 年度上市公司数据，本文检验了高管薪酬的业绩敏感性及其非对称性特征，实证分析了公司治理对高管薪酬业绩敏感性的非对称性调节效应。研究发现：

1.整体上看，上市公司高管薪酬业绩敏感性显著，股权集中、两权分离和负债对高管薪酬水平具有约束作用，而薪酬委员会、独立董事制度与公司规模对高管薪酬水平具有提升效应；

2.上市公司高管薪酬业绩敏感性在不同的盈亏状态下呈现显著的非对称性：盈利时高度正相关，而亏损时呈现不显著的正相关性，盈利样本公司高管薪绩敏感性掩盖了亏损样本公司高管薪绩的非敏感性，这导致了整体上高管薪酬业绩敏感性显著与部分高管薪酬逆势上扬并存的现象；

3.在不同的盈亏状态下，公司治理因素对高管薪酬业绩敏感性的调节效应亦呈现非对称性特征。一方面，在盈利状态下，两职分离对高管薪酬水平的约束作用更强，而独立董事制度在提升高管薪酬方面更明显；在亏损状态下，股权集中对高管薪酬的惩戒作用更强烈，薪酬委员会对于高管薪酬提升作用更明显。另一方面，在各分组样本中，股权集中均显著降低了高管薪酬业绩敏感性；独立董事制度降低了高管薪酬业绩敏感性，两职分离有助于提高高管薪酬业绩敏感性，但这种影响只在盈利状态下显著。

本文的研究结论表明，正是由于公司治理因素对高管薪酬水平及其业绩敏感性调节效应的非对称性，导致高管薪绩敏感性呈现非对称性特征。由于股权结构上的一股独大和低效的独立董事及薪酬委员会制度等并存，使得其在高管薪酬决定中存在“重奖优轻惩劣”的倾向，从而引致其对高管薪绩敏感性影响的非对称性特征。经过多年的公司治理改革，我国上市公司的合规水平渐趋提高，普遍设立了独立董事制度和董事会薪酬委员会，两职分离的积极作用也初步显现。然而，独立董事制度和薪酬委员会在制定高管薪酬计划时对公司绩效并未给予充分的关注，其履职效率有待提高。同时，我国的股权集中虽然对抑制高管薪酬具有一定

积极意义，但从长远看，塑造竞争性股权结构、提高高管薪酬业绩敏感性是市场化改革的必然选择。由此，如何在合规的基础上，切实强化独立董事制度和董事会薪酬委员会的职能和效率，提高薪酬委员会和独立董事制度在高管薪酬决定中的主体作用，强化高管薪酬业绩敏感性，将是下一步改革的关键。

参考文献

[1]杜兴强,王丽华. 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J]. 会计研究，2007，(1):58-65。

[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,(3):110-124。

[3]MURPHY,K.J.,ZABOJNIK,J.A.N.. Managerial Capital and the Market for CEOs[J]. SSRN Working Paper,2007.

[4]GABAIX,X.,LANDIER,A.. Why has CEO Pay Increased So Much?[J]. Quarterly Journal of Economics, 2008, 123(1):49-100.

[5] HART,O.,MOORE,J.. CONTRACTS AS REFERENCE POINTS[J]. QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, 2008,123:1-48.

[6]FEHR,E.,O.HART, ZEHNDER,C.. Contracts as Reference Points—Experimental Evidence[J]. Harvard University Working Paper, 2008.

[7] FEHR,E.,O.HART, ZEHNDER,C.. Contracts, Reference Points, and Competition-Behavioral Effects of The Fundamental Transformation[J]. Journal of the European Economic Association, 2009,(7):561-572.

[8]DEVERS,C.E.,CANNELLA,A.A.,REILLY,G.P.,YODER,M.E. . Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments[J]. Journal of Management, 2007,33(6):1016.

[9]CHEN,J.. Corporatisation of China`s State-owned Enterprises and Corporate Governance[J]. In Brownand Macbean(Eds.), Challenges for China`s Development: An Enterprise Perspective, 2005,58-71.

[10]LIU,Q.. Corporate Governance in China: Current Practices, Economic Effects and Institutional Determinants[J]. CESifo Economic Studies, 2006,52(2):415-453.

[11]MEHRAN, HAMID. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995,38:163-184.

[12]CORE,J., HOLTHAUSEN R, AND LARCKER D. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51:371-406.

[13]LEONE A.,WU J. AND ZIMMERMAN J. Asymmetric Sensitivity of CEO Cash Compensation to Stock Returns[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006,42(2):167-192.

[14]BARRO J, R BARRO. Pay, performance, and turnover of bank CEOs[J]. Journal of Labor Economics, 1990, 8(4): 448-481。

[15]刘斌,刘星,李世新,何顺文. CEO薪酬与企业业绩互动效应的实证检验[J].会计研究,2003,(3):35-40.

[16]杜胜利,翟艳玲. 总经理年度报酬决定因素的实证分析[J]. 管理世界，2005,(8):114-120。

[17]徐向艺,王俊韡,巩震. 高管人员报酬激励与公司治理绩效研究[J].中国工业经济, 2007,(2):94-100.

[18]林浚清,黄祖辉,孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构[J].经济研究,2003,(4):31-41.

[19]JENSEN M, K J MURPHY. Performance Pay and Top-management Incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990,98(2): 225-264.

[20]TOSI L. S. WERNER AND J. KATZ, GOMETZ-MEJIA. How Much Does Performance Matter? [J]. Journal of Management, 2000, (2):301-339.

[21]EVANS, J. AND EVANS, R. An Examination of Economic Value Added and Executive Compensation. SSRN Working paper Series, Curtin University of Technology, Australia, 2001.

[22]JACKSON S., LOPEZ T. AND REITENGA A. Accounting Fundamental and CEO Bonus Compensation[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008,(27): 374-393.

[23]YERMACK,D..Golden Handshakes: Separation Pay for Retired and Dismissed CEOs[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006,41(3):237-256.

[24]李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J].会计研究, 2000, (1):24-30.

[25]HARVEY K. D., SHRIEVES R. E. Executive compensation structure and corporate governance choices[J]. Journal of Financial Research, 2001, 24 (4): 495-512.

[26]CYERT R.M., KANG S. H., KUMAR P. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: theory and evidence[J]. Management Science, 2002, 48(4): 453-469.

[27]MISHRA CHANDRA S, NIELSEN JAMES F. Board independence and compensation policies in large bank holding companies[J].Financial Management, 2000, 29(3):51-69.

[28]BEBCHUK L.，J. FRIED. Pay Without Performance: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation[M]. Cambridge: Harvard University Press,2004.

[29]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。

[30]刘凤委,孔铮,李增泉. 政府干预、行业竞争与薪酬契约[J]. 管理世界, 2007,(9): 76-84。

[31]邵平,刘林,孔爱国. 高管薪酬与公司业绩的敏感性因素分析——金融业的证据[J]. 财经研究, 2008, 34(1): 94-105。

[32]辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007,(8):110-122。

[33]王克敏,王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究. 管理世界, 2007,(7):111-119。

[34]李维安,黄郑州,王彩星. 构筑科学的高管薪酬决定机制[J]. 资本市场, 2009, (8):108-113。

Research on Top Managers Pay-performance Sensitivity: From the Prospect of Modulating Effect of Corporate Governance

Zhang Yao-wei

(Research Centre of Corporate Governance in Nankai University，TianJin 300071，China)

Abstract: Using the data of Chinese listed companies from 2006 to 2009, the paper explores an empirical study on the asymmetry of top managers pay-performance sensitivity and its determinants, test the modulating effect of corporate governance between top managers' pay and firm performance. Some important results are: 1. Firm performance has a significant positive impact on top managers pay.2. Under different profit and loss circumstance, the top managers' pay-performance sensitivity presents significant asymmetry. 3. Corporate governance has modulating effect between top managers' pay and firm performance. And the factors of corporate governance have different impact on top manager remuneration level and pay-performance sensitivity. Finally, the paper provides some proposals to improve the determining mechanisms on top manager remuneration.

Key words: top manager remuneration; pay-performance sensitivity; ownership concentration; independent director

收稿日期: 2011-03-24;

基金项目: 国家自然科学基金项目（70802031、71072096）、国家社科重大项目（10ZD&035）、教育部人文社科项目（09YJC630185）、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（08JJD630007）。

作者简介: 张耀伟（1978—），男，汉，河南淮滨人，南开大学商学院副教授，硕士生导师，主要研究方向为：公司治理、企业理论等。