管理者薪酬契约与公允价值计量的关系

吴峰宇　王景斌（博士）　张瑞琛（博士）

（江苏太平洋造船集团公司　上海　200434　上海银行　上海　200052　福建农林大学经济与管理学院　福州　350002）

【摘要】财务会计提供的会计信息主要是为了满足经济社会发展和经济管理的需要，而管理者薪酬契约作为人类社会经济管理活动的一种重要形式，它更需要会计信息系统能为其签订、监督和履行提供有利于保护契约签订双方各自权利的“公允”信息。为此，本文以“年度报酬总额”、“前三名董事报酬总额”、“前三名高管报酬总额”三个变量对管理者薪酬契约与公允价值计量相关性进行了实证分析，并提出研究结论和下一步的研究方向。

【关键词】公允价值计量　管理者薪酬契约　剩余索取权　信息不对称

一、引言

为完成对企业管理人员经营业绩的考核和对经济责任的履行情况、企业内部管理责任的落实情况等各项经济管理活动进行客观评价，就必须通过会计活动来提供真实、公允的财务会计信息。而管理者薪酬契约（简称“薪酬契约”）作为人类社会经济管理活动的一种重要形式，它更需要会计信息系统能为其签订、监督和履行提供有利于保护契约签订双方各自权利的公允信息。因此，高质量的会计信息又成为薪酬契约双方在契约履行过程中的共同需求。

然而，会计信息的生成、加工、输出等信息管理活动是以一定的公司治理结构为前提条件的，而大多数股东都置身于投资企业的日常经营管理活动之外，只有董事、管理层才是公司治理结构中的主体，他们是公司日常经营活动的决策者，并通过法律或公司章程赋予的权力对会计信息的生成、

为检验假设3，我们分别在模型2与模型3的基础上，加入交叉项CROSS×FCF×Q，得到模型4与模型5。模型4与模型5的回归结果均显示，交叉项的系数为正，但不显著。因此可以看出，现阶段交叉上市对企业过度投资行为具有一定的制约作用，但效果不是非常显著。

六、结论

本文以我国2007～2011年间沪深两市上市的公司为样本，考察在内地与香港两地交叉上市的企业比纯A股企业的过度投资规模是否显著降低，结果表明：①我国企业存在过度投资行为；②“A+H”股交叉上市公司的过度投资程度显著低于纯A股公司；③交叉上市可以制约企业的过度投资行为，但现阶段效果还不显著。研究结论支持绑定假说，验证了到投资者保护较好的国家或地区交叉上市能够约束控股股东谋取控制权私利的行为，有效缓解股东与管理层的委托代理冲突，提高投资效率。另外，本文的研究结论也在一定程度上验证了交叉上市公司的治理效应得到了提升。

目前我国上市公司内部的治理机制还在探索与不断完善阶段，投资者保护水平还较低。因此，在积极完善公司内部治理机制的同时，寻找一种行之有效的外部治理机制显得尤为重要。本文的研究结果表明：交叉上市作为一种绑定的外部机制，在提高投资效率与投资者保护水平以及完善公司治理结构等方面能够发挥积极的作用。

交叉上市在我国尚处于起步阶段，上市企业多数为国内知名大型国有企业，占我国企业总数不足3%，而且在交叉上市的过程中存在许多不规范，如，富有“中国特色”的交叉上市路径与较高的A股IPO发行溢价等问题，使得国内学者对我国企业选择交叉上市的动机以及交叉上市的经济效果产生质疑。随着我国资本市场法律制度建设的逐步完善，以及投资者投资理念的形成，企业交叉上市行为会逐渐趋于规范，而且交叉上市作为一种外部治理机制，又可以促进我国企业公司治理结构与资本市场各项法律制度的建设与完善。两者相辅相成、相互促进，进而达到“双赢”的效果。

主要参考文献

1. Coffee J..The future as history:the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. Northwestern University Law Review，1999；93

2. 肖珉，沈艺峰.跨地上市公司具有较低的权益资本成本吗?——基于“法与金融”的视角.金融研究，2008；10

3. 何丹，张力上，陈卫.交叉上市、投资者保护与企业价值.财经科学，2010；3

4. 柯建飞.交叉上市对公司治理的影响研究——来自我国上市公司的经验证据.湖北经济学院学报，2011；1

5. 唐雪松，周晓苏，马如静.上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究.会计研究，2007；7

加工、传递施加影响，而在此基础上生成的财务会计信息作为契约签订与履行的参考依据，其是否真实公允就成为薪酬契约双方共同关心的焦点。

在上述条件下，本文以“年度报酬总额”、“前三名董事报酬总额”、“前三名高管报酬总额”三个变量对管理者薪酬契约与公允价值计量的相关性进行了实证分析，并提出研究结论和下一步的研究方向。

二、理论分析与研究假设

薪酬契约是在所有权与经营权分离的情况下，为了调和所有者与管理者的利益冲突而签订的一种以激励管理者为主要目标的契约。一般来说，薪酬契约的激励对象主要有企业的董事会成员、总经理（总裁）、副总经理（副总裁）、财务总监等高层管理人员。订立薪酬契约的目的在于赋予经营管理人员一定的剩余索取权，在一定程度上调和管理者与股东之间的利益冲突，从而实现股东与管理者的双赢。

基于“剩余索取权”分配机制下的薪酬契约的签订与履行离不开财务会计信息，因而有理由相信，薪酬契约与公允价值计量的会计信息之间存在着相关性。企业的会计数据是薪酬契约制定和执行的一个重要依据。但是以会计收益为依据的薪酬契约使得管理者对会计政策的选择具有意向性和偏好。特别是在信息不对称及契约监督成本同时存在的情况下，管理者通过选择公允价值计量等会计政策来增加对自身利益有用的会计信息，这就使得管理人员有采取公允价值计量进行会计信息粉饰、操纵会计盈余的可能。

由于信息不对称，以及经营者（代理人）的有限理性和逆向选择，拥有剩余控制权的企业经营者，其效用函数与企业所有者（委托人）的效用函数并不一致，因而有必要对经营者进行监督。刘浩、孙铮（2008）认为，如果能对管理层进行充分的薪酬激励，便可达到“高薪养廉”的效果，管理层利用公允价值计量操纵利润的动机会减弱，从而有利于公司会计信息的“公允”；反之，如果对管理层的薪酬激励不足，管理层就有可能为了自己的薪酬待遇而操纵公允价值计量，以达到公司设定的业绩考核指标，从而影响会计信息质量。

现代企业中所有权与经营权分离，所有者与管理者之间对于企业真实的盈余水平存在着信息不对称性，管理者拥有信息上的绝对优势。上市公司的管理层可以在会计准则允许的范围内对盈余进行操控。管理层对盈余进行操控的动机有很多，使自身效用（财富）最大化就是重要的动机之一。公允价值计量在我国历史上曾被用作盈余管理的手段，那么这次再度引入公允价值计量模型，上市公司的高管们有没有再次利用它作为盈余管理的手段呢？张瑞琛（2009）的研究结论也从某种程度上证实了这种情况：“总经理的薪酬为10万～49万元区间的公允价值计量实质性偏好度较高。”张瑞琛认为，高管的薪酬与公允价值计量实质性偏好度有密切关联。结合前期研究成果，我们可以从以下几方面就管理层薪酬契约对公允价值计量的影响提出假设：

假设1：上市公司年度报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系。

假设2：上市公司前三名董事报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系。

假设3：上市公司前三名高管报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系。

三、样本选取、变量解释与研究模型

1. 样本选取与数据来源。本文选取2007～2011年沪深两市所有A股上市公司作为研究样本，为力求数据的准确性和可靠性，我们进行了以下筛选：①剔除金融行业上市公司，因为这些公司具有行业特殊性；②剔除数据缺失的公司；③为了控制极端值对回归结果的影响，我们对连续变量在1%以下和99%以上分位数进行了缩尾处理（Winsorize）。

经过上述筛选，最终获得了有效样本6 103个，其中2007年度1 089个、2008年度1 053个、2009年度1 178个、2010年度1 305个、2011年度1 478个。

本文财务数据都来源于Wind资讯金融终端系统。

2. 变量定义及说明。本文的变量如表1所示：

表1　　变量定义一览表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	公允价值变动收益率	Fvtoearn	（公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益）/利润总额×100%
解释变量	年度报酬总额	Allpay	取上市公司年度报酬总额（万元）的自然对数
	前三名董事报酬总额	Ind3pay	取上市公司前三名董事报酬总额（万元）的自然对数
	前三名高管报酬总额	Man3pay	取上市公司前三名高管报酬总额（万元）的自然对数
控制变量	公司规模	Asset	取上市公司总资产（元）的自然对数
	盈利能力	Roe	净资产收益率
	资产负债率	Lev	债务价值与总资产价值之比
	成长性	Growth	营业收入（3年，增长率），即：（本期营业总收入－3年前同期营业总收入）/ABS（3年前同期营业总收入）×100%
	股权集中度	H10	前十大股东持股比例
	年份	Year	对N个样本年份设置了（N－1）个年份虚拟变量
	行业	Ind	按证监会的行业分类标准设置了11个行业虚拟变量

本文的主要变量说明如下：

（1）因变量。公允价值变动收益率：“公允价值变动净收益”包括投资净收益、公允价值变动净收益、汇兑净收益，反映企业投资获利水平。“公允价值变动净收益”的发生额取决于被投资公司的收益质量、证券资产的质量、国内外金融市场的变化，一定程度上具有不确定性，可持续性较差。会计准则对此的算法为：公允价值变动收益率=（公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益）÷利润总额×100%。

(2)解释变量。我们需要从股权结构(实际控制人性质、机构持股比例合计)、股权集中度(第1名大股东持股比例、前十大股东持股比例合计)两个方面进行分析。

(3)控制变量。为了控制其他因素对上市公司公允价值计量的影响,本文加入公司规模(Asset)、盈利能力(Roe)、资产负债率(Lev)、公司成长性(Growth)、股权集中度(H10),同时还对年份(Year)与行业(Ind)进行了控制。

3. *研究模型*。根据研究假设及因变量和解释变量的性质,考虑到"上市公司年度报酬总额(万元)"、"上市公司前三名董事报酬总额(万元)"与"上市公司前三名高管报酬总额(万元)"三个解释变量存在多重共线性问题,为此就"上市公司年度报酬总额(万元)"与"公允价值变动收益率"的相关性构建了OLS回归模型(1);就"上市公司前三名董事报酬总额(万元)"与"公允价值变动收益率"的相关性构建了OLS回归模型(2);就"上市公司前三名高管报酬总额(万元)"与"公允价值变动收益率"的相关性构建了OLS回归模型(3)。即:

$$Fvtoearn_i = A_0 + A_1 \ln Allpay_i + A_2 \ln Asset_i + A_3 Roe_i + A_4 Lev_i + A_5 Growth_i + A_6 H10_i + \sum_{t=1}^{4} Year_t + \sum_{r=1}^{11} Ind_r \quad (1)$$

$$Fvtoearn_i = B_0 + B_1 \ln Ind3pay_i + B_2 \ln Asset_i + B_3 Roe_i + B_4 Lev_i + B_5 Growth_i + B_6 H10_i + \sum_{t=1}^{4} Year_t + \sum_{r=1}^{11} Ind_r \quad (2)$$

$$Fvtoearn_i = C_0 + C_1 \ln Man3pay_i + C_2 \ln Asset_i + C_3 Roe_i + C_4 Lev_i + C_5 Growth_i + C_6 H10_i + \sum_{t=1}^{4} Year_t + \sum_{r=1}^{11} Ind_r \quad (3)$$

四、实证研究结果及分析

1. *主要变量的描述性统计*。回归模型(1)、(2)和(3)的描述性统计如表2所示:

表2　回归模型主要变量的描述性统计

变量	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Fvtoearn	6 103	0.352 8	0.916 8	−0.440 3	6.242 0
lnAllpay	8 025	5.472 5	0.838 1	1.292 0	8.788 3
lnInd3pay	8 010	4.311 2	0.898 5	0.683 1	7.583 8
lnMan3pay	7 984	4.465 1	0.841 5	0.392 0	7.434 3
lnAsset	8 046	21.624 4	1.297 4	18.280 6	25.393 4
Roe	7 779	0.077 7	0.162 4	−0.816 2	0.525 0
Lev	8 045	0.530 4	0.326 4	0.053 2	2.612 6
Growth	8 017	0.926 2	1.972 2	−0.948 1	14.544 4
H10	8 047	0.548 7	0.160 4	0.192 6	0.896 9

由表2可以看出:2007～2011年期间的样本显示"Fvtoearn"的标准方差为0.916 8,最小值为−0.440 3,最大值为6.242 0;"lnAllpay"的标准方差为0.838 1,最小值为1.292 0,最大值为8.788 3;"lnInd3pay"的标准方差为0.898 5,最小值为0.683 1,最大值为7.583 8;"lnMan3pay"的标准方差为0.841 5,最小值为0.392 0,最大值为7.434 3。

2. *回归结果与分析*。本文对模型(1)、(2)、(3)用Stat10进行回归分析,结果如表3所示。由表3可以看出:模型(1)的回归结果表明lnAllpay在1%水平上与Fvtoearn显著负相关,有力地支持了假设1,即上市公司年度报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系;模型(2)的回归结果表明lnInd3pay在1%的水平上与Fvtoearn显著负相关,有力地支持了假设2,即上市公司前三名董事报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系;模型(3)的回归结果表明lnInd3pay在1%的水平上与Fvtoearn显著负相关,有力地支持了假设3,即上市公司前三名高管报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系。

表3　回归模型(1)、(2)、(3)的回归结果

自变量	因变量(Fvtoearn)					
	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值
lnAllpay	−0.090 7	−5.02***				
lnInd3pay			−0.076 4	−5.07***		
lnMan3pay					−0.051 9	−2.96***
lnAsset	0.002 5	0.20	−0.007 7	−0.65	−0.013 4	−1.07
Roe	−1.385 3	−10.67***	−1.393 8	−10.71***	−1.444 4	−11.05***
Lev	0.166 8	2.39**	0.168 3	2.41**	0.179 9	2.56***
Growth	−0.030 3	−4.79***	−0.029 8	−4.72***	−0.029 8	−4.70***
H10	−0.358 7	−4.58***	−0.364 8	−4.65***	−0.346 6	−4.41***
Constant	1.033 8	4.30***	1.087 9	4.55***	1.106 5	4.55***
年度与行业	已控制					
F值	20.50***		20.56***		19.54***	
Adj R−squared	0.064		0.064 5		0.064 9	
样本量	5 960		5 954		5 935	

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾)。

从三个模型的回归结果来看,在公司规模(Asset)、盈利能力(Roe)、资产负债率(Lev)、公司成长性(Growth)等5个控制量中,公司规模(Asset)在回归模型(1)、(2)、(3)中与Fvtoearn都不存在相关性,这说明公司规模与公允价值计量没有明显的相关性;资产负债率(Lev)在回归模型(1)、(2)、(3)中都在5%的水平上与Fvtoearn显著正相关,这说明负债比率高的企业更倾向于公允价值计量,可能是受银行等金融机构监管的要求,在公允价值计量方面企业会迎合银行等债务监管的要求;盈利能力(Roe)、公司成长性(Growth)、股权集中度(H10)这三个控制变量都在1%的水平上与Fvtoearn显著负相关,说明盈利越高的企业、成长性越好的企业、股权越集中的企业不偏向于采用公允价值计量。控制变量所反映出来的回归结果值得我们关注。

五、研究结论、研究不足与研究展望

1. *研究结论*。从模型(1)、(2)、(3)的回归结果来看,上市公司年度报酬总额、前三名董事报酬总额、前三名高管报酬总额与企业公允价值计量呈负相关关系,这正如刘浩、孙铮(2008)所认为的是一种"高薪养廉"的效果,即高管薪酬越高

的上市公司越不倾向于使用公允价值计量。这也说明了管理者薪酬契约对公允价值计量的影响能如实地反映出来，可减少在薪酬契约订立、监督和履行过程中信息不对称导致的一些问题，为契约双方提供有利于维护各自权利的“公允”信息，从而有效地保障薪酬契约的顺利进行。

另外，我国上市公司中国有企业占的比重较大，而国有企业治理结构是一个多重委托代理关系，在这个复杂的关系中存在着委托代理链过于冗长、受托责任难以落实等问题。而国有企业的高层管理人员大多是行政任命或变相行政任命，这往往导致管理者不太关注薪酬契约中已约定好的激励利益，而更多地关注在职消费、职位升迁、社会地位和隐性收入等非薪酬契约的相关利益。所以这些企业的高管可能并不希望采用公允价值计量将企业的利润或真实的资产价值反映出来，所以业绩越好的上市公司的高管越不倾向于使用公允价值计量。低薪酬体系下的管理者为了实现业绩或获得激励报酬，往往会运用对包括公允价值计量等在内的会计政策的选择来达到其目的。

还有，管理者面临的压力不同也可能导致薪酬契约与公允价值计量呈反向变动关系，如果企业没有亏损，盈利能力较强，那么管理者面临的压力就小，企业的管理者享受的薪酬较高，因此他们利用公允价值计量在内的会计政策选择进行盈余管理的动机显然要比亏损企业管理者弱得多。

2. 本文的研究还存在一些不足。主要是：

（1）本文构建的薪酬契约模型尚未考虑上市公司实际控制人性质可能对薪酬契约的影响，国有企业管理者在缔约人、缔约对象、缔约内容、缔约性质等方面都受到国有企业特殊行政体制和经营模式的影响，这与欧美等发达经济体制所建立的成熟的薪酬契约还存在一定的差异。

（2）这次研究没有考虑薪酬水平与契约形式的因素。目前我国通行的薪酬契约形式主要有：经济性报酬（主要有岗位工资、绩效工资、股票期权、福利计划）与非经济性报酬（主要有晋升与发展、学习与培训等）。契约形式的不同，对管理者的影响不同，因而他们在不同预期下对公允价值计量在内的会计信息处理与加工的影响程度也不同。

（3）本文构建的薪酬契约模型尚未考虑契约期间长短的影响。短期契约往往导致管理者经营管理行为的短期化倾向，有时为了达到短期契约规定的目标，管理者在会计政策选择方面会倾向于短期行为：如资本市场行业看好，管理者往往会大量进行金融资产等能引起公允价值变动损益的交易行为，依靠公允价值计量带来的公允价值变动收益迅速拉升企业业绩，实现管理者个人业绩指标，从而完成契约约定；反之，契约时间较长，管理者明白这种依靠短期公允价值变动损益拉升的业绩不能长久，所以会降低对公允价值计量导致的变动损益的偏好程度。因此，薪酬契约的期间长短与公允价值计量的偏好程度可能存在着反向变动关系。

（4）本文构建的薪酬契约模型尚未考虑管理者面临的压力。管理者面临的压力主要指两个方面：一个是企业经营亏损与否的压力，亏损企业的管理者面临利用公允价值计量在内的会计政策的选择进行盈余管理的动机显然要比非亏损企业的管理者大得多；另一方面，市场竞争激励程度对企业管理者的压力，市场竞争激励程度越高，对管理者完成考核业绩及实现个人契约约定的压力就越大；反之也是。这些压力可能会改变管理者对公允价值计量在内会计政策选择的真实意图，从而影响公允价值计量的选择。

（5）本文构建的薪酬契约模型尚未考虑行业薪酬总体水平对公允价值计量的影响。行业间的薪酬总体水平的差距也会对不同行业管理者对公允价值计量的选择产生不同的影响，本次研究没有考虑行业因素。

（6）本文的研究模型尚未考虑到薪酬业绩对公允价值变动损益的敏感性。有时，薪酬的下降不但直接导致经济利益的损失，而且通常还意味着个人实际地位的下降以及社会影响力的削弱。显然，公司业绩出现下滑时对拥有较高权力的高管进行减薪可能遭遇更大的阻碍和抵制。也就是说，高权力高管更容易通过降低薪酬业绩敏感性，从而在一定程度上抵消了业绩下降带来的降薪压力。

3. 研究展望。

由于本文的研究模型所选取的“年度报酬总额”、“前三名董事报酬总额”和“前三名高管报酬总额”三个变量有一定的特殊性，因而造成在普适性方面存在前述不足。未来的研究主要应针对以上不足进行弥补和完善。

（1）未来研究首先要针对上述不足方面，立足于普适性选取变量，根据新情况适当更换和增加模型的变量，建立更多的、更合理的回归模型，从模型的结果中找出这种影响因素的经济后果、影响程度，并提出相应的对策。

（2）目前我们只是对2007～2011年沪深两市A股上市公司披露的数据进行分析，随着国内中小板的快速发展，还可从中选择样本进行研究，更重要的是，还可从港股或其他国家股市披露的数据中搜集样本进行分析，从更多的证券市场取样进行研究，并提出相应的建议。

（3）管理者薪酬契约与公允价值计量关系的研究尚处于起步阶段，从研究课题完整性角度考虑，“公允价值计量对薪酬契约形式的影响”可能是未来的研究方向。

【注】 本文系财政部全国会计领军（后备）人才培养项目（企业类第五期）“中国上市公司公允价值计量与契约有用性的相关性研究”（项目编号：2011QY010）的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 刘浩，孙铮.公允价值的实证研究分析与中国的研究机遇.财经研究，2008；1

2. 张瑞琛.中国公允价值计量偏好性研究.厦门大学博士学位论文，2009

3. 付子君，李月娥.“限薪”后央企高管薪酬与企业业绩的相关性.财会月刊，2012；29