

# 基于新增价值的高管薪酬激励 与企业绩效关系实证分析

骆正清(教授), 顾悦笑

(合肥工业大学管理学院, 合肥 230009)

**【摘要】** 本文将高管货币薪酬在新增价值中所占的比例定义为高管所得率,与高管货币薪酬和高管持股比例一起作为高管薪酬激励指标,这三个指标可以反映企业对高级管理人员的薪酬激励情况。实证研究结果表明:在整个样本中,高管所得率与企业绩效呈显著负相关关系;高管货币薪酬与企业绩效呈显著正相关关系;高管持股比例与企业绩效呈显著负相关关系。其中,不同竞争形态的行业和不同股权性质的企业得出的结论会有所不同,说明高管薪酬激励不仅要考虑货币薪酬和持股比例,还要考虑高管在新增价值中的所得。最后,本文依据研究结论提出了完善高管薪酬激励的建议。

**【关键词】** 新增价值; 高管薪酬激励; 企业绩效; 高管所得率

## 一、引言

新增价值属于经济学中的概念,它与政治经济学中“剩余价值”的概念有相似的地方。从会计学方面来看,新增价值是指企业利用自身拥有的资源以及在外界支持下所创造出来的新的价值。

根据利益相关者理论,企业在分配收益时需要平衡企业自身、股东、普通职工、高级管理人员、政府以及债权人等多方利益。本文将高管货币薪酬在新增价值中的所占比例定义为高管所得率,用来反映企业对高级管理人员履行社会责任的情况。高管薪酬激励的指标还包括高管货币薪酬和高管持股比例。高管薪酬激励情况可以体现高管收入的情况,进而激发或降低高级管理人员的工作积极性。根据组织行为学相关理论,高管薪酬激励越多,高级管理人员的积极性会越高,为企业创造的绩效越显著。但是现实情况是否如此?高管薪酬激励在不同竞争形态的行业是否存在区别?在不同股权性质的企业是否存在区别?

本文在综述新增价值相关文献的基础上,通过国泰安数据库获取上市公司财务报表数据,运用SPSS和Eviews软件,同时考虑到行业和股权性质,对高管货币薪酬、高管持股比例以及高管所得率这三个激励指标与企业绩效指标进行回归分析,最后根据实证结果提出相关建议。

## 二、文献综述

### (一)新增价值的内涵

新增价值的内涵主要包括新增价值的定义和计算方法两个方面。

1. 新增价值的定义。各国经济学家关于新增价值的定义在很早的时候就有不同的表述,其中最著名的有三个定义,分别是拉卡的生产价值、列曼的创造价值以及杜拉克的贡献价值。拉卡将新增价值称作“生产价值”,他的主要思想是新增价值是生产出来的。列曼将新增价值称为“创造价值”,他的主要思想是每个员工能创造出来的增加值比每个员工能创造出来的生产值更加重要。杜拉克将新增价值称为“贡献价值”,他的主要思想是贡献价值是企业销售产品以及提供相应服务后获得的销售收入总额与买进原材料所花费的资金之间的差值。

同时,英国《百科全书》等著作对新增价值的概念有各自的定义,综合各个学者对新增价值的定义来看,基本都是认为新增价值是经济活动中的各个参与者通过劳动,在制造商品、销售商品以及提供相应服务的过程中创造的新的价值。

根据以上很多关于“新增价值”的定义,再结合社会的现实情况以及本文的研究目的,从会计学角度来定义,新增价值是指在分配给政府、企业自身、职工、股东和债权人等利益相关者之前,企业在经营过程中通过对企业自身拥有的资源的利用以及外界的支持下在原有价值上所创造出来的新的价值。

2. 新增价值的计算方法。根据文献中对新增价值计算方法的界定,不同的经济学家和机构对新增价值的计算方法有不同的建议。列曼和日本银行主张采用加法来计算,拉卡和竹山则是从相反的角度,即采用减法来计算。

根据本文的研究目的,本文认为应采用加法来计算。

因为本文是从实证的角度来衡量,所以需要将新增价值量化,本文是通过上市公司财务报表中的财务数据来量化。在上市公司的财务报表中,新增价值通过以下五个方面表示:

新增价值=职工薪酬+税费+利息+股利+企业留存收益

其中,职工薪酬=本年现金流量表里的“支付给职工以及为职工支付的现金”+本年资产负债表中的“应付职工薪酬”-前一年资产负债表中的“应付职工薪酬”

税费=本年现金流量表里的“支付的各项税费”-“收到的税费返还”+本年资产负债表中的“应交税费”-前一年资产负债表中的“应交税费”

利息和股利=本年现金流量表里的“分配股利、利润或偿付利息所支付的现金”+本年资产负债表中的“应付利息”+本年资产负债表中的“应付股利”-前一年资产负债表中的“应付利息”-前一年资产负债表中的“应付股利”

企业留存收益=本年资产负债表中的“盈余公积”-前一年资产负债表中的“盈余公积”+本年资产负债表中的“未分配利润”-前一年资产负债表中的“未分配利润”

## (二)新增价值的应用

在绩效评价体系方面,很多学者将新增价值与现行的财务分析体系结合运用,构建关于新增价值的财务指标,比如资本增值率、净增值比例等,学者将这些指标用于完善绩效评价体系的相关研究。

在实证研究方面,Karpic(1990)认为增值会计方面的信息比传统财务会计信息(比如现金流量和利润)对市场风险更有解释力度。Riahi-Belkaoui(1996)得出了增加价值与股票收益之间存在相关关系的结论。Van Staden(1999)得出了新增价值与股价之间有一定的联系的结论。Rayton(2003)研究美国制造业企业情况,得出了不同企业在职工薪酬和企业绩效之间的关系上有区别的结论。

刘长翠和孔晓婷(2006)得出了企业社会贡献率和净资产收益率之间存在相关关系的结论。朱卫东和许云芳(2010)研究了职工所得率和企业绩效之间关系,通过数据的选取和回归检验,认为职工所得率与企业绩效之间呈负相关关系,并提出了相关建议。

综上所述,新增价值的理论成果目前包括:一方面是构建基于新增价值的绩效评价体系,另一方面就是将新增价值与股票市场的表现联系起来突显新增价值的重要性,使得新增价值更有研究意义。本文从新增价值的角度出发,根据高管货币薪酬得出高管在新增价值分配中的所得率,将高管所得率与高管货币薪酬以及高管持股比例一起作为高管薪酬激励指标,在实证方面研究高管薪酬激励与企业绩效之间的关系。

## 三、研究设计

### (一)数据来源以及样本选取

本文数据来源于2012~2014年的部分A股上市公司。为了避免一些极端数据对结果的影响,本文剔除了业绩过差的ST企业、终止上市的企业、暂停上市的企业以及停牌的企业。同时由于金融保险行业的数据比较特殊,所以也剔除了金融保险行业,还剔除了研究期间数据不全的企业以及新增价值在任意研究期间出现负数的企业。最后经过EXCEL表处理后一共剩下1886家公司2012~2014年连续三年的数据。

### (二)变量的选取

表1 变量一览表

	符号	变量名称	定义
被解释变量	ROE	净资产收益率	净资产收益率=税后利润/所有者权益
	TAT	总资产周转率	总资产周转率=销售收入/总资产
	DTAR	资产负债率	资产负债率=总负债/总资产
解释变量	AC	高管货币薪酬	高管前三名薪酬总额的自然对数
	MSR	高管持股比例	高管持股数量在公司总股数中的占比
	HXB	高管所得率	高管货币薪酬在企业新增价值中的占比
控制变量	GROWTH	总资产增长率	本年总资产增长额/年初资产总额
	STATE	股权性质	国有上市公司股权为1,非国有为0
	LGC	政府控制层级	中央国企为2,地方国企为1,其他国企为0
	INDU	行业变量	高竞争形态行业为1,低竞争形态行业为0
	YEAR	年份虚拟变量	2012年为0,2013年为1,2014年为2

1. 被解释变量。国外学者常用托宾Q值来代替企业经营绩效指标,但是托宾Q指标在中国却没有实际意义。因为中国的证券市场法规没有国外健全,而且大多数投资者存在一定的投机心理,所以中国的证券市场效率较低。同时通过梳理相关文献可以发现,国内大多数学者是采用净资产收益率(ROE)来衡量企业的经营绩效,但是仅仅以企业的盈利能力来衡量企业经营绩效是不够的,企业经营绩效还体现在偿债能力和经营能力方面。因此本文还采用总资产周转率(TAT)和资产负债率(DTAR)这两个指标,分别代表企业的经营能力以及偿债能力。

#### 2. 解释变量。

(1)高管货币薪酬(AC)。高管货币薪酬是高管在企业任职期间从企业得到的货币性报酬的总额,主要包括高管的基本工资、奖励以及福利等货币性收入。由于现在中国的A股上市公司披露的只有企业高管前三名的薪酬总额,所以本文选取国泰安数据库中A股上市公司披露的高管前三名的报酬总额的自然对数作为高管货币薪酬变量指标。

(2)高管持股比例(MSR)。高管持股比例是反映上市公司对高级管理层实行长期激励的一个重要指标,本文是用高级管理人员的持股数量占整个企业的总股本的比

例来表示的。

(3)高管所得率(HXB)。本文将高管货币薪酬在新增价值中的所占比例定义为高管所得率,用该比例反映企业对高级管理人员履行社会责任的现状。

3. 控制变量。

(1)总资产增长率(GROWTH)。总资产增长率又称为总资产扩张率,含义是企业本年总资产的增长额与年初资产总额之间的比率,反映企业本期资产规模的增长情况。

(2)股权性质(STATE)。按照股权性质的不同,我国上市公司可分为国有上市公司和非国有上市公司,本文中,实际控制人为政府的是国有上市公司,实际控制人不是政府的则是非国有上市公司。在模型里,本文令国有上市公司的股权性质为“1”,否则为“0”。

(3)政府控制层级(LGC)。在国有上市公司中,政府的控制层级也存在区别。根据政府控制层级的不同,我国国有上市公司包括中央国企和地方国企。中央国企的实际控制人是中央政府,地方国企的实际控制人则为地方政府。本文中,令中央国企的政府控制层级为“2”,地方国企的政府控制层级为“1”,其他国企的为“0”。

(4)行业变量(INDU)。由于金融行业数据的特殊性,本文在样本中进行了剔除,如果将12个行业的样本一一比较,过程不仅重复而且繁琐,所以本文根据1886个上市公司所属行业的竞争程度,将样本分为两大类。第一类是低竞争形态的行业,包括农林牧渔业、采掘业、电力煤气及水的生产和供应业、交通运输仓储业以及综合类,这一类竞争形态的企业大部分是垄断性的,所以再进入有一定的难度。第二类为高竞争形态的行业,包括制造业、建筑业、批发与零售贸易、社会服务业、信息技术业、房地产业以及传播与文化产业,高竞争形态行业中的企业没有什么垄断性,所以再进入比较容易,竞争性就较强。

表2 行业竞争形态分类表

竞争程度	行业分类	样本数量	样本合计
低竞争形态 (占11.56%)	农林牧渔业	25	218
	采掘业	51	
	电力煤气及水的生产和供应业	67	
	交通运输仓储业	60	
	综合类	15	
高竞争形态 (占88.44%)	制造业	1 233	1 668
	建筑业	52	
	批发和零售贸易	119	
	社会服务业	54	
	信息技术业	86	
	房地产业	106	
传播与文化产业	18		

(5)年份虚拟变量(YEAR)。因为一共有三年的数据,所以本文令2012年的数据虚拟变量为“0”,2013年的为“1”,2014年的则为“2”。

4. 模型构建。

模型一:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 AC_i + \beta_2 MSR_i + \beta_3 HXB_i + \beta_4 GROWTH_i + \beta_5 STATE_i + \beta_6 LGC_i + \beta_7 \sum INDU_i + \beta_8 \sum YEAR_i + \varepsilon$$

模型二:

$$TAT = \beta_0 + \beta_1 AC_i + \beta_2 MSR_i + \beta_3 HXB_i + \beta_4 GROWTH_i + \beta_5 STATE_i + \beta_6 LGC_i + \beta_7 \sum INDU_i + \beta_8 \sum YEAR_i + \varepsilon$$

模型三:

$$DTAR = \beta_0 + \beta_1 AC_i + \beta_2 MSR_i + \beta_3 HXB_i + \beta_4 GROWTH_i + \beta_5 STATE_i + \beta_6 LGC_i + \beta_7 \sum INDU_i + \beta_8 \sum YEAR_i + \varepsilon$$

(三)研究假设

1. 本文提出假设1:高管货币薪酬与企业绩效正相关。一般情况下,高管的货币薪酬与企业的绩效是有一定的关联性,让企业绩效提高是高管获得较高报酬的主要方式,与此同时,较高的薪酬也能提高高管工作的积极性,所以高管货币薪酬应该与企业绩效存在正相关关系,如图1所示:

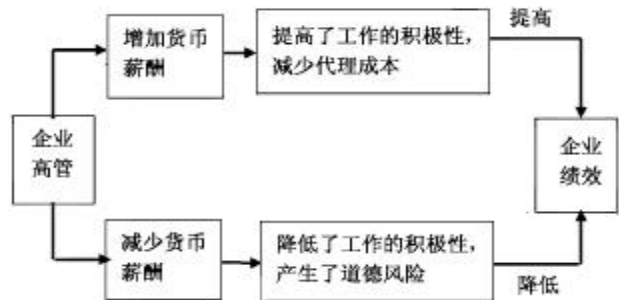


图1 高管货币薪酬对企业绩效的影响

假设1a:非国有企业的高管货币薪酬对企业绩效的正向影响强于国有企业。

相对于国有企业,非国有企业面临市场更大的竞争,所以非国有企业的高管聘用体制一般更加完善,因为如果高管不能给企业带来更好的绩效,在竞争激烈的环境里企业会面临更大的危机。国有企业的高管压力一般要比非国有企业小,因为其任职都是由政府决定的,所以非国有企业的高管货币薪酬对企业绩效的正向影响要强于国有企业。

假设1b:高竞争形态行业的高管薪酬对企业绩效的正向影响强于低竞争形态行业。

低竞争形态行业的高管压力会比高竞争形态的行业小,因为低竞争形态的行业市场进入难度较大,所以企业面临的竞争越小,高管的危机意识就相对较弱,所以低竞争形态行业的高管货币薪酬激励的效果会弱于高竞争形态的行业。

2. 本文提出假设2: 高管持股比例与企业绩效正相关。高管持股比例说明高管可以享受企业的剩余收益, 高管的持股比例越高, 高管对企业绩效的重视程度就越高, 因为企业绩效的提高与高管的利益是紧密关联的。所以高管持股比例与企业绩效应该呈正相关关系, 如图2所示:

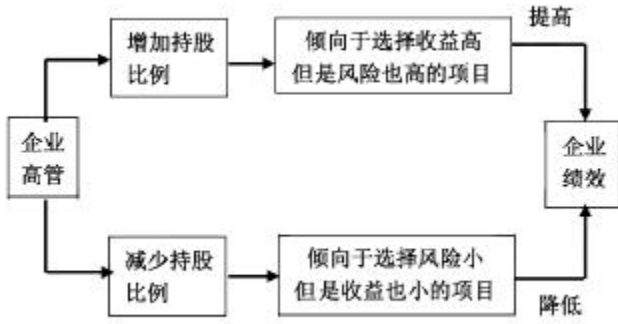


图2 高管持股比例对企业绩效的影响

假设2a: 非国有企业的高管持股比例对企业绩效的正影响强于国有企业。

因为非国有企业面临的竞争压力要高于国有企业, 非国有企业高管的压力也会比国有企业高很多, 所以非国有企业的高管持股比例对企业绩效的影响要强于国有企业。

假设2b: 高竞争形态行业的高管持股比例对企业绩效的正向影响强于低竞争形态行业。

因为高竞争形态的行业进入较为容易, 所以高竞争形态的企业竞争压力要比低竞争形态的企业大, 同理, 高竞争形态行业的高管的压力会更大。

3. 本文提出假设3: 高管所得率与企业绩效负相关。一般来说, 高管所得率越高, 高管的积极性也会越高, 但是企业的利益相关者还有政府、企业自身以及普通职工等等, 企业每年的新增价值的量是一定的, 如果高管所得占比过多, 会影响到其他利益相关者。虽然高管的所得变多了, 高管的积极性也提高了, 但是其他的利益相关者的利益会减少, 他们的积极性会降低, 对整个企业来说, 绩效反而会下降, 所以高管所得率与企业绩效负相关, 如图3所示:

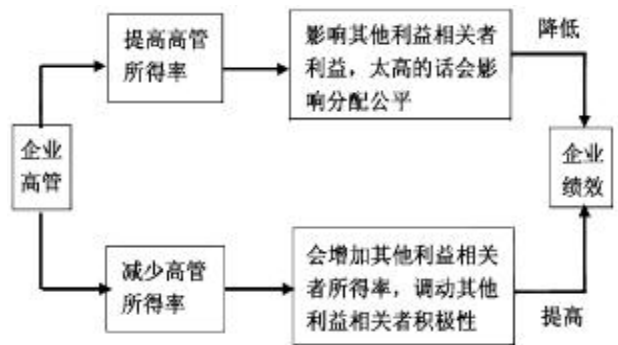


图3 高管所得率对企业绩效的影响

假设3a: 非国有企业的高管所得率对企业绩效的负向影响强于国有企业。

非国有企业的竞争要强于国有企业, 所以非国有企业的利益相关者的竞争压力也要强于国有企业, 如果高管所得过多, 其他利益相关者的利益必然受到影响, 对于竞争压力较大的非国有企业来说, 其他利益相关者如果所得减少, 他们的积极性会下降得更多。

假设3b: 高竞争形态行业的高管所得率对企业绩效的负向影响强于低竞争形态行业。

高竞争形态行业的企业的竞争压力要大于低竞争形态行业的企业, 所以同理, 高竞争形态行业企业的高管所得率的负向影响会更大。

#### 四、实证检验与结果分析

##### (一) 样本描述性统计

1. 总体样本描述性统计。由表3的描述性统计可以得出, 高管货币薪酬的自然对数的最大值是17.239, 最小值是3.829, 说明在A股上市公司中, 高管的货币薪酬差距较大, 可能是由于企业所处地区、行业等的差异导致的。

表3 总体样本描述性统计

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
AC	5 658	3.828 641	17.239 12	14.163 19	0.693 786
MSR	5 658	0	0.795 425	0.060 137	0.133 133
HXB	5 658	1.67E-07	2.000 46	0.005 849	0.029 256

高管持股比例的平均值为6.01%, 而且高管的持股比例的最大值和最小值差距也较大, 高管持股比例最小值是0, 而且有682家企业的高管不持有企业股份, 高管“零持股”现象大概占到36.16%。

高管所得率最大值是200%, 最小值是接近0, 平均值是0.58%, 说明高管所得率的差异也很大。

2. 按实际控制人性质分组的描述性统计。由表4的描述性统计结果我们可以看出, 国有企业占到41.36%, 非国有企业则占到58.64%。在高管货币薪酬方面, 国有企业的均值是14.26, 非国有企业的均值是14.10, 国有企业和非国有企业的高管货币薪酬的均值水平差不多。

表4 国有企业和非国有企业样本描述性统计

	变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
国有	AC	2 340	12.089 54	17.239 12	14.257 88	0.653 689
	MSR	2 340	0	0.232 43	0.002 254	0.013 363
	HXB	2 340	4.64E-06	0.148 139	0.003 525	0.006 83
非国有	AC	3 318	3.828 641	17.166 81	14.096 42	0.713 301
	MSR	3 318	0	0.795 425	0.100 958	0.161 467
	HXB	3 318	1.67E-07	2.000 46	0.007 488	0.037 688

在高管持股比例方面, 国有企业的均值是0.22%, 非国有企业的均值是10.10%, 非国有企业是国有企业的60

倍,国有和非国有企业的持股比例的差别很大。

在高管所得率方面,国有企业的均值是0.35%,非国有企业是0.75%,非国有企业是国有企业的两倍多,国有和非国有企业之间还是有一点差距的。

3. 按行业竞争形态分组。由表5的描述性统计结果我们可以看出,低竞争形态的样本占到11.56%,高竞争形态样本占到88.44%。在高管货币薪酬方面,低竞争形态样本的均值是14.18,高竞争形态样本的均值是14.16,差距并不明显。

表5 低竞争形态和高竞争形态样本描述性统计

	变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
低竞争	AC	654	12.165 25	16.450 37	14.179 24	0.557 234
	MSR	654	0	0.500 021	0.008 267	0.052 639
	HXB	654	4.64E-06	0.054 151	0.003 156	0.004 761
高竞争	AC	5 004	3.828 641	17.239 12	14.161 1	0.709 714
	MSR	5 004	0	0.795 425	0.066 916	0.138 859
	HXB	5 004	1.67E-07	2.000 46	0.006 201	0.031 045

在高管持股比例方面,低竞争形态样本的均值是0.83%,高竞争形态样本的均值是6.69%,高竞争形态样本是低竞争形态样本的8倍,差距还是比较明显的。

在高管所得率方面,低竞争形态样本的均值是0.32%,高竞争形态样本的均值是6.20%,后者是前者的两倍,低竞争和高竞争形态样本之间还是有一定的差距。

## (二)实证结果

1. 总体样本回归结果。高管货币薪酬、高管持股比例以及高管所得率与企业绩效指标的回归结果如表6所示。从表6可以看出,三个模型均通过了F检验,说明三个模型整体而言是有效的。

高管货币薪酬方面:三个模型中的高管货币薪酬(AC)对应的t值均通过了显著性检验,说明高管货币薪酬(AC)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著正相关关系,假设1得到了验证。

高管持股比例方面:只有模型二和模型三中的高管持股比例(MSR)通过了t检验,说明高管持股比例(MSR)与总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著负相关关系,与净资产收益率(ROE)之间存在负相关关系,但不显著,从而否定了假设2。

高管所得率方面:三个模型中的高管所得率(HXB)对应的t值均通过了显著性检验,说明高管所得率(HXB)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著负相关关系,从而假设3得到了验证。

控制变量方面:三个模型中的股权性质(STATE)和行业变量(INDU)对应的t值均通过了显著性检验,说明

不同的股权性质和不同行业的确会对企业绩效产生一定的影响。

表6 总体样本回归结果

变量	模型一	模型二	模型三
C	-0.426*** (-9.784)	-0.451*** (-3.156)	0.047 (0.863)
AC	0.038*** (12.370)	0.062*** (6.226)	0.024*** (6.164)
MSR	-0.004 (-0.248)	-0.322*** (-5.783)	-0.342*** (-15.933)
HXB	-0.248*** (-3.452)	-0.746*** (-3.160)	-0.250*** (-2.746)
GROWTH	0.002* (1.680)	-0.004 (-1.144)	0.002 (1.075)
STATE	-0.024*** (-4.993)	0.091*** (5.847)	0.116*** (19.315)
LGC	-	-	-
INDU	-0.017** (-2.513)	0.269*** (11.971)	0.024*** (2.767)
YEAR	控制	控制	控制
F值	28.131***	38.761***	156.910***

注:\*\*\*表示显著性水平为1%;\*\*表示显著性水平为5%;\*表示显著性水平为10%(双尾检验),括号内为t值,下同。

2. 按实际控制人性质分组的回归结果。结果如表7所示。

从表7可以看出,无论是国有上市公司还是非国有上市公司,模型均通过了F检验,说明模型整体是有效的。

高管货币薪酬方面:国有上市公司中,只有模型一和模型二的高管货币薪酬(AC)对应的t值通过了显著性检验,说明高管货币薪酬(AC)与净资产收益率(ROE)以及总资产周转率(TAT)之间存在显著正相关关系,与资产负债率(DTAR)只存在正相关关系,但不显著。非国有上市公司中,三个模型中的高管货币薪酬(AC)对应的t值均通过了显著性检验,说明高管货币薪酬(AC)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著正相关关系。从系数上来看,国有企业对应的系数要高于非国有企业,假设1a不成立。

高管持股比例方面:国有上市公司中,只有模型一和模型三中的高管持股比例(MSR)通过了t检验,模型一的系数为正,模型三的系数为负,说明高管持股比例(MSR)与净资产收益率(ROE)显著正相关,与资产负债率(DTAR)显著负相关,与总资产周转率(TAT)存在负相关关系,但不显著。非国有上市公司中,只有模型二和模型三的高管持股比例(MSR)通过了显著性检验,说明高管持股比例(MSR)与总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著负相关关系,与净资产收益率(ROE)存在负相关关系,但不显著。从系数上来看,国有企业对应的系数的绝对值要高于非国有企业,从而否定

了假设2a。

高管所得率方面:国有上市公司中,只有模型一和模型三中的高管所得率(HXB)通过了t检验,说明高管所得率(HXB)与净资产收益率(ROE)以及资产负债率(DTAR)显著负相关,与总资产周转率(TAT)存在负相关关系,但不显著。非国有上市公司中,三个模型中的高管所得率(HXB)均通过了显著性检验,说明高管所得率(HXB)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著负相关关系。从系数上来看,国有企业对应的系数的绝对值要高于非国有企业,从而否定了假设3a。

控制变量方面:政府控制层级(LGC)未通过检验,说明在国

表7 按实际控制人性质分组的回归结果

变量	国有上市公司			非国有上市公司		
	模型一	模型二	模型三	模型一	模型二	模型三
C	-0.702*** (-11.467)	-0.737*** (-3.092)	0.445*** (4.999)	-0.263*** (-4.371)	-0.187 (-1.035)	-0.102 (-1.455)
AC	0.056*** (13.057)	0.087*** (5.202)	0.004 (0.684)	0.026*** (6.226)	0.047*** (3.729)	0.036*** (7.366)
MSR	0.748*** (3.562)	-0.935 (-1.144)	-2.527*** (-8.279)	-0.012 (-0.626)	-0.313*** (-5.645)	-0.326*** (-15.13)
HXB	-2.828*** (-6.878)	-1.649 (-1.030)	-3.677*** (-6.153)	-0.189** (-2.408)	-0.731*** (-3.096)	-0.159*** (-1.732)
GROWTH	0.001 (0.982)	-0.003 (-0.837)	0.0005 (0.303)	0.016*** (3.195)	-0.019 (-1.275)	0.0122*** (2.123)
STATE	-	-	-	-	-	-
LGC	-0.005 (-0.904)	0.022 (1.103)	0.003 (0.439)	-	-	-
INDU	-0.017** (-2.439)	0.289*** (10.942)	0.045*** (4.541)	-0.015 (-0.986)	0.214*** (4.790)	-0.005 (-0.266)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F值	35.896***	23.083***	17.544***	10.836***	13.211***	52.491***

表8 按行业竞争形态分组的回归结果

变量	低竞争形态行业			高竞争形态行业		
	模型一	模型二	模型三	模型一	模型二	模型三
C	-0.069 (-0.757)	-0.368 (-0.973)	0.348* (1.827)	-0.475*** (-10.152)	-0.202 (-1.327)	0.045 (0.795)
AC	0.014** (2.147)	0.063** (2.329)	0.006 (0.441)	0.040*** (12.110)	0.064*** (5.902)	0.026*** (6.321)
MSR	-0.007 (-0.106)	-0.360 (-1.219)	0.078 (0.526)	-0.003 (-0.168)	-0.315*** (-5.419)	-0.346*** (-15.845)
HXB	-4.641*** (-5.837)	-3.833 (-1.158)	-6.470*** (-3.882)	-0.234*** (-3.120)	-0.737*** (-3.027)	-0.233** (-2.543)
GROWTH	0.011** (2.489)	-0.001 (-0.070)	0.011 (1.133)	0.002 (1.395)	-0.005 (-1.139)	0.001 (0.861)
STATE	-0.034*** (-3.586)	0.013 (0.324)	0.080*** (3.996)	-0.024*** (-4.626)	0.098*** (5.837)	0.118*** (18.721)
LGC	-	-	-	-	-	-
INDU	-	-	-	-	-	-
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F值	8.458***	2.461**	7.954***	30.279***	27.449***	173.053***

有上市公司中,高管薪酬激励对企业绩效的影响与政府控制层级无关。国有上市公司中,行业变量(INDU)通过了检验,非国有上市公司中,行业变量未通过检验,说明只有在国有上市公司中,行业变量才会对企业绩效产生影响。

3. 按行业竞争形态分组的回归结果。结果如表8所示:

从表8可以看出:无论是低竞争形态还是高竞争形态样本,模型均通过了F检验,说明模型整体是有效的。

高管货币薪酬方面:低竞争形态样本中,只有模型一和模型二的高管货币薪酬(AC)对应的t值通过了显著性检验,说明高管货币薪酬(AC)与净资产收益率(ROE)以及总资产周转率(TAT)之间存在显著正相关关系,与资产负债率(DTAR)只存在正相关关系,但不显著。高竞争形态样本中,三个模型中的高管货币薪酬(AC)对应的t值均通过了显著性检验,说明高管货币薪酬(AC)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著正相关关系。从系数上来看,高竞争形态的样本系数要高于低竞争形态的样本,假设1b成立。

高管持股比例方面:低竞争形态样本中,三个模型中的高管持股比例(MSR)均未通过t检验,说明高管持股比例(MSR)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间不存在显著关系。高竞争形态样本中,只有模型二和模型三的高管持股比例(MSR)通过了显著性检验,说明高管持股比例(MSR)与总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著负相关关系,与净资产收益率(ROE)存在负相关关系,但不显著。从系数上来看,低竞争形态样本的系数的绝对值要高于高竞争形态样本,从而否定了假设2b。

高管所得率方面:低竞争形态样本中,只有模型一和模型三中的高管所得率(HXB)通过了t检验,说明高管所得率(HXB)与净资产收益率(ROE)以及资产负债率(DTAR)显著负相关,与总资产周转率(TAT)存在负相关关系,但不显著。高竞争形态样本中,三个模型中的高管所得率(HXB)均通过了显著性检验,说明高管所得率(HXB)与净资产收益率(ROE)、总资产周转率(TAT)以及资产负债率(DTAR)之间存在显著负相关关系。从系数上来看,低竞争形态样本的系数的绝对值要高于高竞争形态样本,从而否定了假设3b。

控制变量方面:股权性质(STATE)基本通过了检验,说明无论是低竞争形态还是高竞争形态的行业,高管薪酬激励对企业绩效的影响都与股权性质有关。

## 五、结论和建议

### (一)结论

第一,高管货币薪酬与企业绩效存在显著正相关关系,说明高管货币薪酬激励比较有效。其中国有上市公司的高管货币薪酬激励效果优于非国有上市公司,高竞争形态行业的高管货币薪酬激励效果优于低竞争形态行业。

第二,高管持股比例与企业绩效存在显著负相关关系,说明高管持股比例激励效果不是很理想。总体来说,国有上市公司的高管持股比例对企业绩效的负向影响要强于非国有上市公司;低竞争形态行业的高管持股比例对企业绩效的负向影响要强于高竞争形态行业。

第三,高管所得率与企业绩效存在显著负相关关系;国有上市公司的高管所得率对企业绩效的负向影响要强于非国有上市公司;低竞争形态行业的高管所得率对企业绩效的负向影响要强于高竞争形态行业。

第四,高管货币薪酬与企业绩效存在正相关关系,高管所得率与企业绩效存在负相关关系,说明在对高管进行货币薪酬激励的同时,也需要考虑高管货币薪酬在企业每年所创造的新增价值中的比例。高管在整个企业中并不是独立的个体,高管的利益与普通职工、企业自身以及股东等其他利益相关者的利益是紧密相连的。

### (二)建议

1. 推行增值会计。增值会计将各个利益相关者作为企业创造新的价值的动因,按照利益相关者理论和要素分配理论,高管如同企业的股东一样是企业的主人,高管也要参与新增价值的分配。目前中国尚未建立增值会计的核算体系,因为学术界对新增价值的概念、计算方式以及重要程度并未达成一致,所以在推行增值会计的过程中存在一些困难。但是增值会计能反映企业对各个利益相关者履行社会责任的情况,能更好地构建和谐企业,促进社会经济的全面发展。所以整个社会应当重视增值会计,推行增值会计。

2. 以新增价值为基础,建立更完善的高管薪酬体系。完善的薪酬体系有利于提高高管的管理效率,进而提高

企业的绩效。新增价值可以对各利益相关者的贡献进行最完整的概括,企业可以在之前的绩效考核基础上,以创造新增价值为目标,按照高管对新增价值的贡献程度来确定薪酬支付量,并不是一味地提高高管的货币薪酬。这样既可以满足高管的心理需求,同时又能对高管起到激励的作用。

3. 多方面评估企业的高管薪酬激励模式。很多企业的良好业绩并不完全是高管的管理结果,这些企业会因为所处行业的特殊性、垄断性或者是因为得到国家的大力支持而获得很好的业绩,这样很难体现企业高管的经营水平。在评估高管薪酬激励模式的时候,我们不能仅仅从企业的绩效方面来评估,企业的股权性质、所处行业的竞争形态以及是否受到政府的支持都会影响高管薪酬激励的效果,所以我们应当从多方面考虑影响高管薪酬激励的因素,这样才能让企业的薪酬政策对高管起到激励作用,从而让企业得到更好的发展。

### 主要参考文献

杨春清.利益相关者集体选择视角的企业增加价值分配理论与实证研究[D].合肥:合肥工业大学,2013.

朱卫东,吴晓曦.企业创造的增加值与净资产收益率关系研究[J].合肥工业大学学报(社会科学版),2014(2).

王振.我国上市公司高管薪酬激励与公司绩效的实证研究[D].济南:山东财经大学,2013.

谢获宝,王竞葭.企业绩效、机会主义行为和高管薪酬体制研究——来自中国A股上市公司的经验证据[J].财会通讯,2012(12).

万广伟.上市公司高管薪酬激励对经营绩效影响的实证研究[D].沈阳:沈阳理工大学,2012.

Kerr J. L., Kren L.. Effect of relative decision monitoring on chief executive compensation [J]. Academy of Management Journal, 1992(2).

Core J. E., Holthausen R. W., Larcker D. F.. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance [J]. Journal of Financial Economics, 1999(3).

【基金项目】教育部人文社会科学研究项目(项目编号:2013JYRW0367)