

# 股权资本成本与高管薪酬激励

## ——一个高管薪酬改革思路的理论性阐释

邹 颖 汪 平

(首都经济贸易大学会计学院,北京 100070;山东财经大学公司财务研究中心,山东 济南 250014)

**[摘 要]** 以会计绩效为基准的高管薪酬制度是当今的主流,广泛应用于国际企业界。然而越来越多的研究证据表明,高管薪酬与会计业绩之间的关系不足以成为建立高管薪酬制度的理论基础。唯有遵循股东至上原则的高管薪酬方案才能既满足管理层对于薪酬的预期,又有助于在可持续发展的前提下,实现股东财富最大化目标。股权资本成本是这种高管薪酬制度设计的基本因素与核心参数。

**[关键词]** 股权资本成本;高管薪酬;股东财富

**[DOI 编码]** 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2015.01.006

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2015)01-0041-08

### 一、引言

优秀的董事会和一流的管理层是确保企业健康发展的两驾马车,而连通二者并使其发挥最佳性能的基本机制就是科学合理的高管薪酬激励制度。没有约束或者失控的高管薪酬必将造成严重的不利后果。近年来,国内外上市公司的高管薪酬不断飙升,高薪酬、低业绩的现象层出不穷,加剧了股东与管理者之间的委托代理冲突,引起各国学术界与实务界的高度关注。全球金融危机爆发后,高管的天价薪酬与薪酬业绩倒挂现象激起了各界更大质疑与诟病。我国企业在高管薪酬普涨的同时,一些高管却放弃在上市公司领取薪酬,以“零薪酬”挑战公司治理的制度底线。无论是天价薪酬反映的激励过度,还是零薪酬反映的激励不理现象,都是上市公司高管薪酬激励失效的表现,必然导致公司价值的减损。

一般地,高管薪酬包括短期薪酬和长期薪酬两个部分。短期薪酬主要是指工资和奖金,长期薪酬主要包括限制性股票、股票期权和长期激励收益等。

工资水平往往基于公司规模、行业惯例等因素确定,通常是固定的,具有较强的刚性,不具备很明显的治理特征,一般与激励机制无关。奖金通常与公司的经营风险、经营业绩等相关,目前普遍采用的是与企业绩效挂钩的绩效薪金形式。奖金具有一定的激励作用,Swan 和 Zhou(2003)<sup>[1]</sup>认为,奖金与其所发挥的激励作用间存在临界值(例如资产报酬率必须超过15%),在这些临界值上激励的效用最大。长期薪酬通常是一种基于股票的激励(股票、股票期权)。有风险的奖金和基于股票的报酬是薪酬方案中最具有激励性质的部分,旨在使经理人将股东利益纳入自己的考虑范围(梯若尔,2007)<sup>[2]</sup>。本文研究的对象正是用于协调管理层与股东利益,真正发挥激励作用的高管薪酬部分,该部分与公司治理紧密相关,是高管薪酬机制中最具挑战性的内容。而恰恰这部分基于股权价值的高管薪酬的确定往往随意性很强,没有坚实的理论依据和方法基础。

### 二、现代公司治理与高管薪酬激励

**[基金项目]** 本文是国家社会科学基金项目“资本成本约束、可持续分红与国有企业价值创造”(项目编号:11BGL026)和北京市属高等学校高层次人才引进与培养计划项目之青年拔尖人才项目“基于资本成本锚定效应的公司财务政策优化研究”的阶段性成果。

**[作者简介]** 邹颖(1972-),女,山东龙口人,首都经济贸易大学会计学院副教授、硕士生导师,山东财经大学公司财务研究中心副主任。主要研究方向:公司财务理论与财务政策。

现代公司制度的两个重要特征一是股权分散降低了投资者承担的风险,为资本的集聚创造了条件;二是明晰了董事会与管理层之间的责权利,为高质量的公司治理与科学的公司管理奠定了基础。董事会代表全体股东的利益,其所主导的公司治理质量将从根本上决定着公司的发展态势和存在价值。当董事会需要更高水平的管理予以支持的时候,就会聘任职业的管理层来行使管理行为,创造更多的价值。从历史上来看,这种聘请管理人员的做法并非必需,越来越多的证据显示,董事会比如董事长直接行使管理权的情形并不少见,尤其是在家族公司当中。但不可否认的是,职业管理层的出现对于现代公司的规范发展发挥了不可或缺的重要作用。股东、董事会、管理者以及他们之间的相互关联构成了公司研究中的一个重大领域。从一般意义上讲,管理层的行为应当满足董事会的预期,为股东财富最大化目标的实现奠定科学的运营基础;为了激励管理层的行为,董事会应当设计出科学合理的薪酬机制,对管理层的合理行为予以引导和激励,对不当行为予以约束与惩戒。这里的“合理”与“不当”,完全视管理层行为对股东利益的影响而定。具体而论,能够增加股东财富的管理层行为是合理的,而减损股东财富的管理层行为则是不当的。这是高管薪酬激励机制设计的一个基本原则。

公司治理是确保投资者获得未来投资回报的机制(Shleifer 和 Vishny,1997)<sup>[3]</sup>。在公司治理有效的状态下,股东、董事会、管理层的利益在公司利益分配体制中获得了统一,没有利益分歧。但在纷纭复杂的现实世界中,这显然只是一种理想状态。截止到目前,关于公司治理中利益冲突问题的研究主要划分为两个阶段:一是以 Berle 和 Means(1932)<sup>[4]</sup>研究为起点的股东(董事会)与管理层利益冲突问题的研究,一是以 La Porta et al.(1999)<sup>[5]</sup>为代表的不同性质股东尤其是控股股东与中小股东之间利益冲突问题的研究。根据前者以及后续的大量研究,人们发现,如何使管理层基于股东的利益来行使管理行为,这不仅是一个监管机制建立问题,更是一个薪酬激励设计问题,而且激励机制甚至可以作为监管机制的部分替代。科学的高管薪酬激励制度既要业已实施的行为予以合理的补偿,又要对未来的科

学行为予以有效的引导。

现代公司治理要求,在高管薪酬激励制度的设计中,首先必须明确如下问题:高管薪酬激励的路径与方向是什么?高管薪酬及其变动应否有量化约束?薪酬激励是着眼于过去还是面向未来?高管薪酬制度如何建立自我优化机制?考察我国企业界,高管薪酬制度存在的主要问题是:(1)高管薪酬的激励方向不明。(2)高管薪酬及其变动没有严格约束,甚至是高管自定薪酬。(3)我国不少企业习惯于将某些会计指标比如收入、利润等作为高管薪酬激励的评价标准,这种做法不仅引发了管理层会计操纵的冲动,且使得管理层拘泥于当前收益,无视企业的长远发展。(4)高管薪酬制度没有自我优化功能,随时会产生没有规律的调整与修正,无助于管理层优良行为的培育。这表明,我国的高管薪酬制度已经到了非改革不足以维持企业健康发展的地步。与以往实验式的做法不同,如今的改革必须建立在明确的改革目标和具体的改革步骤的基础之上。本文将公司财务的核心概念——资本成本与公司治理的关键环节——高管薪酬结合起来,从资本成本的本质属性推演高管薪酬理性变动的科学机理,提出基于股权资本成本及其波动的高管薪酬激励框架,试图为我国上市公司的高管薪酬制度提供改革思路。

### 三、文献分析与评述

代理理论是解决股东与管理者之间利益冲突的主流理论<sup>[6-8]</sup>,高管薪酬激励是减轻代理问题的一种重要的公司治理机制。设计出符合有效保护股东利益、真正提升企业价值的高管薪酬契约是董事会的基本职责之一。

目前,无论是理论界还是实务界,一般是以高管的工作业绩比如利润、股权资本报酬率(ROE)、资产报酬率(ROA)、经济增加值(EVA)等作为高管薪酬的决定机制。学术研究也大多集中于高管薪酬——业绩的敏感性(Pay-Performance Sensitivity, 以下简写作 PPS)方面,认同将高管薪酬水平与企业业绩挂钩从而确保高管理性行事是设计高管薪酬制度的较好的思路。PPS 越高,高管与股东的利益联系就越紧密(Aggarwal, 2007)<sup>[9]</sup>。早期研究认为 PPS 过低,不能提供有效的管理激励(Baker et al., 1988)<sup>[10]</sup>,高管薪酬的变化对公司业绩的变化不敏

感(Jensen 和 Murphy, 1990)<sup>[11]</sup>或者不显著<sup>[12-17]</sup>,但越来越多的学者研究发现高管薪酬与公司业绩之间存在着显著的正相关性,薪酬可以被用来激励高管更好地提升企业业绩<sup>[18-25]</sup>。

随着研究的深入,人们越来越意识到基于会计计量的传统绩效指标既受到管理层的直接影响,又受制于财务会计原则的局限,比如历史成本原则。业绩评价指标的这些性质与高管薪酬制度设计的某些核心原则是相悖的,比如高管薪酬应当着眼于企业的可持续发展,而不是拘泥于历史事实。同时,会计核算是以企业为主体进行的,在这个系统中,股权资本的投资者即股东的利益问题是典型的外部问题。诸多研究证据表明高管薪酬与会计业绩之间的关系不足以成为建立高管薪酬制度的理论基础,尤为关键的是,这种关系甚至会推导出非科学的高管薪酬制度,引发大量失败的高管行为,减损企业价值。Dow 和 Raposo(2005)<sup>[26]</sup>研究发现会计指标往往具有短期性,会诱发高管伤害到股东财富的短期行为。Bergstresser 和 Philippon(2006)<sup>[27]</sup>发现由于利润操纵和会计系统操纵的存在,在设计高管薪酬激励时,股票收益要比会计计量方法更为重要。Peng 和 Röell(2008)<sup>[28]</sup>指出基于会计收益的高管激励使得高管更倾向于进行可控应计利润的操纵,进而引发更多的股东诉讼。

在股东利益至上原则的指引之下,企业会计政策难以影响的其他指标尤其是市场价值指标和股东利益导向指标越来越多地进入了高管薪酬设计者的视线,因此近年的高管薪酬研究逐渐转向基于股东财富变化与企业价值变化的薪酬机制的设计(Gabaix 和 Landier, 2008)<sup>[29]</sup>。在市场有效的情况下,股票价格可以真实地反映公司的市场价值,很多西方大型公司将股票价格的升降视为管理层的重要工作业绩,并在此基础上对高管予以奖惩。股权薪酬使得公司设定的高管薪酬政策与公司的股价表现相一致,以更好地将高管利益与股东利益趋向一致,更好地激励高管保护股东的利益<sup>[30]</sup>。

2010 年 7 月,美国参议院正式通过了大萧条时期以来规模最大、严厉程度最高的银行业改革法案《多德—弗兰克法案》(Dodd - Frank Act)。根据这一法案,2011 年 1 月,美国证监会(SEC)通过了约

束金融机构高管薪酬的政策——“股东决定薪酬(say on pay)”的咨询性股东投票制度。2012 年 4 月,美国花旗集团股东投票否决了高级管理人员的薪酬方案,这是华尔街金融巨头首次遭遇股东对高管薪酬说“不”。实际上,早在美国这一高管薪酬实施之前,英国已于 2002 年引入了“股东决定薪酬”制度。西方工业发达国家的高管薪酬政策的实践显示,增加股东的话语权与参与度是提高高管薪酬有效性的重要途径,并获得了很好的反应。Cai 和 Walkling(2011)<sup>[31]</sup>研究发现,在美国实施“股东决定薪酬”新政之后,市场反应积极,而 PPS 降低。

按照学者们的分析,股票价格、托宾 Q、市账率等与市场价值紧密相关的指标在评价公司绩效方面具有明显的优势,但是这些指标也同样存在难以克服的缺陷,比如市场噪音问题。与此同时,如果把对管理层工作质量的评价完全地推向市场,严格地按照股票价格的涨跌来决定高管的薪酬变化,那么高管薪酬制度极有可能成为高水平管理者的陷阱,无助于公司治理质量的提高。也有证据显示,通过过分地讨好投资者以影响股市,是一种典型的短期行为和投机行为。

经济附加值(Economic Value Added,EVA)指标的诞生以及在企业界的普遍应用可谓绩效评价的一场革命,这一指标终于将股东利益这一高管薪酬制度中的核心问题拉到了人们的眼前。随着 EVA 指标在国内外企业界的广泛应用,尤其是将 EVA 指标越来越多地与高管的奖惩结合在一起,资本成本与高管薪酬之间的关系日渐清晰。与传统的绩效评价指标不同的是,EVA 引入了股东要求的报酬率——股权资本成本。在经营业绩既定的情况下,股权资本成本越高,EVA 越低,表明管理层的工作业绩越差,应当予以惩戒;股权资本成本越低,EVA 越高,表明管理层的工作业绩越佳,应当予以奖励。Raiyani 和 Joshi(2012)<sup>[32]</sup>指出,EVA 能够成为制定决策和高级管理者薪酬管理的工具。Ghani et al.(2011)<sup>[33]</sup>调查发现 3/4 的样本公司将 EVA 作为薪酬激励工具。我国自 2010 年起对中央企业采取 EVA 进行绩效评价,张炳辉(2012)<sup>[34]</sup>研究发现 EVA 与高管薪酬之间具有显著的正相关性。

#### 四、股东财富、股权资本成本与高管薪酬激励

学术界对于高管薪酬与企业的经营业绩、市场价值之间的关系进行了深入系统的分析和检验,纷纭的结论恰恰反映了这一问题的复杂性。

高管薪酬,从根本上讲,是股东与管理层之间对于现金流的分割。在两权分离的现代企业中,股东不直接经营企业,为了创造更多的企业价值,董事会代表股东的利益,聘任具有特殊才能的高管管理企业,作为回报,股东就要将现金流的一部分分割给高管。高管的管理质量越高,创造的企业价值越大,分割的现金流即高管薪酬也就越多。由此可见,高管薪酬与企业价值、股东财富的变化是紧密地结合在一起的。科学合理的高管薪酬制度一定是将高管的利益与股东的利益紧密结合一致,并根据股东利益要求的变化而及时予以调整的。换言之,企业的高管薪酬水平理应对股东利益的实现与股东要求的满足具有高度的敏感性,企业价值的提升、股东财富的增加是高管激励的基本方向和根本标准。

资本成本是微观公司财务行为研究中最为基础和应用最为广泛的概念之一<sup>[35-36]</sup>,在这个概念中,隐含了公司财务目标、股东利益保护、财务政策制定以及激励机制设计(Bruner et al., 1998)<sup>[37]</sup>等丰富内涵。在一个着眼于价值创造、股东财富至上的高管薪酬制度中,股权资本成本是一个核心参数,成为决定高管薪酬水平及其变化的关键因素。

鉴于股权资本成本估算技术的复杂性,高管薪酬与资本成本相关的研究迄今大多是间接进行的,比如通过股票价格、市场价值或者EVA等实现二者的勾连。但是,必须明确的一点是:薪酬激励应当是面向未来的,着眼于历史或是当前的业绩评价指标无法真正发挥薪酬的激励作用。资本成本——投资者要求的报酬率,恰恰提供了基于未来的投资者预期。从价值创造的角度,基于资本成本的高管薪酬制度的核心就在于将资本成本水平的升降置于管理层管理绩效评价的中心,并将此与现金流量的管控有机地结合起来:通过科学的管控,在实现现金流量的最大化的同时实现现金流量风险的最小化,借以最大限度地降低股东的要求报酬率——股权资本成本,这就意味着实现了企业价值的最大化,完成了管理层的基本使命。为了获得较高的薪酬,管理层有动机追求现金流量的持续增加及其风险的下降,从

而实现企业价值提升与高管薪酬增加的良性循环。董事会必须将高管薪酬水平与股权资本成本的变化直接地联系在一起,这是建立科学有效高管薪酬制度的核心。

### 五、基于股权资本成本的高管薪酬激励制度

资本成本是投资者根据其承担的风险程度所提出的报酬率要求,这一报酬率水平进而形成公司进行财务决策的基准。只有拥有了超过资本成本水平的资本投资项目,企业才具备了价值创造的实力,股东财富最大化目标的实现才有了基础。Modigliani和Miller(1958)<sup>[38]</sup>科学地界定了资本成本与资本结构、企业价值之间的关系,为后续的资本成本研究奠定了基础。半个多世纪以来,资本成本研究成为财务研究中最复杂的一个领域。企业界关注资本成本需要一个历史过程,这既需要公司管理层具备较高的财务理论素养,也需要公司的财务行为面临越来越大的外部市场压力。从美国企业界的现状来看,20世纪80年代以来尤其是进入90年代之后,资本成本逐渐成为一个外显的、不可忽视的重要参数,在公司财务行为的规划、财务竞争力的评价乃至若干宏观经济领域中发挥着难以替代的作用。

从公司治理和公司管理的角度讲,作为股东所提出的报酬率要求,股权资本成本是股东利益保护的唯一判断标准,进而更成为判断公司治理是否有效的重要参数。较高的股权资本成本意味着股东承担着较高的风险,预期报酬率难以实现的可能性就比较大。因此,在现金流量既定的情况下,资本成本下降,意味着企业价值的上升,应当提高高管的薪酬以示奖励,这便是薪酬之于高管的激励路径;反之,资本成本提高,意味着企业价值的下降,应当降低高管薪酬以示警戒,这就意味着原属于高管的现金流改变方向又流回了股东,借以弥补股东所承担的更大的风险。如何持续地增加现金流量并降低现金流量的风险程度便成为管理层工作的核心内容之一。

在高管薪酬契约的设计中,薪酬水平的绝对值往往具有很强的行业性和惯例特征,同时,与高管自身的特征也有着紧密的关系,比如一般情况下,高管薪酬的绝对值与高管在公司内的任职时间呈正相关。因此,高管薪酬水平的确定有时很难找到切实的学术支撑,就高管薪酬的科学性而言,真正发挥激

励作用的薪酬调整机制才是最为重要的薪酬制度内容。对薪酬数值进行科学合理的动态调整是维持高管薪酬制度科学性的关键,也是董事会和管理层最为关心的薪酬契约内容。资本成本正是对高管薪酬进行动态调整的核心基准,也就是说,资本成本对于高管薪酬具有约束效应或者说锚定效应,即在其他

条件都一定的情况下,公司应当将股权资本成本水平及其升降作为对高管进行激励的根本标准。换言之,高管薪酬激励对于股权资本成本应当具有敏感性。唯有这样,才能真正提高管理层激励的效率,保障股东财富最大化目标的实现。这一理念的逻辑关系图示如下:

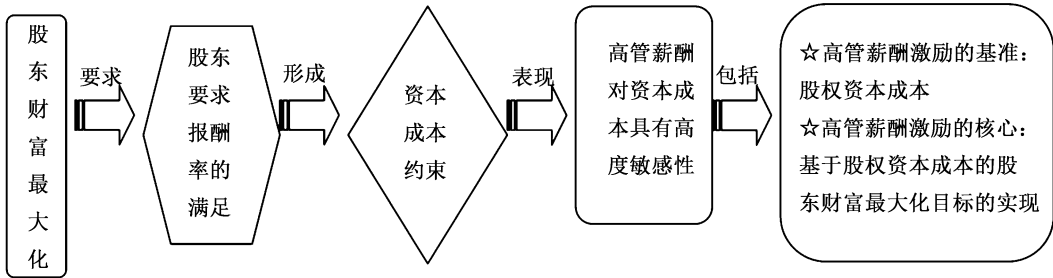


图1 基于股权资本成本的高管薪酬激励

基于股权资本成本的高管薪酬激励制度需要从如下两个层面来界定管理层的管理绩效以及与此相关的薪酬水平。

1. 以股权资本成本为基准来决定高管薪酬激励,以股权资本成本的变动来制约高管薪酬的升降。

根据 Modigliani 和 Miller (1958)<sup>[38]</sup> 的研究,决定股权资本成本的最核心因素是企业的经营风险,经营风险越大,股权资本成本越高。随着财务杠杆的提高,股东承担的财务风险加大,股权资本成本也会提高,这是决定企业股权资本成本高低的最为重要的因素。从理论上讲,无论是董事会还是管理层,均无权也没有能力降低企业的资本成本水平。但是在实务上,管理层往往通过一些行为对资本成本施加影响,以管理其资本成本<sup>[39]</sup>。比如,管理者通过科学的方法和途径合理安排资本结构以降低资本成本;再如,管理者通过提高公司财务信息披露的质量,从而降低信息不对称风险以降低资本成本,等等。在经营活动现金流量既定的情况下,或者在融资规模既定的情况下,管理层理应通过合理行为的实施来降低资本成本,借以提升企业价值的创造实力,增加股东财富。相反,管理行为失当,会造成资本成本的提高,减损企业价值。尤为严重的是,资本成本的提高会降低企业对资本投资项目的选择能力,对企业的可持续发展实力造成不利影响,降低企业的长期竞争力。对于股东而言,资本成本既是其对公司理财实务的报酬率要求的一种表现形式,也

是对整个资本市场报酬率的一种预期。在公司不能实现其报酬率要求的情况下,股东可以转移资本以谋求其要求报酬率的实现。这种资本转移的权利构成了对公司管理层的基本约束力量,同时也奠定了高管薪酬制度科学性的市场基础。因此,科学合理的高管薪酬制度应当将股权资本成本作为核心决定因素。换言之,高管薪酬是股权资本成本的函数,管理层薪酬的变化应当基于股权资本成本的波动,根据股权资本成本的变化而动态地调整高管薪酬水平。在其他条件均一定的情况下,股权资本成本提高,高管薪酬应当下降;股权资本成本下降,高管薪酬应当提高。当然,鉴于不同行业甚至不同地区企业的经营与财务特点,这种函数关系通常也会带有一定的行业与地区特征。

2. 基于股权资本成本的股东财富最大化目标的实现,是高管薪酬激励的核心内容。

财务目标实现与否是公司高管能否顺利实现其薪酬预期的基本标准,股东财富最大化是当今国际企业界普适的财务目标,资本成本也是股东财富最大化目标是否实现的客观标准。

汪平等(2008)<sup>[40]</sup> 构建了基于股权资本成本的股东财富最大化实现指数,如果由现金股利支付与资本利得共同组成的股东实际报酬率大于或者等于股权资本成本,股东财富最大化目标实现;反之,则股东财富最大化目标没有实现。在资本利得既定的情况下,现金股利与股东实际报酬率的提高呈正相

关。而现金股利的增减变化直接受制于企业经营活动所创造的现金流量,受制于公司资本投资项目的质量。按照此评价思路与方法,汪平等(2008)<sup>[40]</sup>研究发现,2005年只有6.79%的我国上市公司提供了超过股东要求报酬率水平的实际报酬率,实现了股东财富最大化目标,而高达93.21%的样本公司股东的实际报酬率是低于其股权资本成本的。在企业的高管薪酬制度中,股东财富最大化目标的是否实现是一个极其明确的界限,其前其后所确定的高管薪酬水平必然有一个质的差异。具体言之,当股东财富最大化目标实现时,高管薪酬应当提升;而当股东财富受到侵蚀时,高管薪酬应当下降。

从根据资本成本的波动对高管薪酬进行动态调整,到按照股东财富最大化目标的是否实现来确定高管薪酬质的变化的增减界点,这既构成了基于资本成本的高管薪酬制度的核心,也体现了这一高管薪酬制度的基本特征。

在整个高管薪酬制度设计中,股权资本成本的合理估算无疑成为最为关键的环节,对于高管薪酬的确定具有决定性的影响。然而,股权资本成本的估算问题始终是困扰学术界和企业界的一大难题,难以直接观察和时常的波动更增加了股权资本成本估算的难度。从企业内部来看,早期的资本成本估算一般是采用折现现金流量(DCF)技术,比如股利增长模型。20世纪90年代以后,伴随着资产定价理论的完善,资本资产定价模型(CAPM)逐渐取代股利增长模型成为企业界主流的资本成本估算方法,能够实现充分组合投资的投资者与股票市场因素成为决定资本成本水平的核心因素。进入21世纪,学术界对资本成本估算的研究却越来越倾向于与公司估价技术与会计预测指标相结合,注重企业财务特征在估算技术中的体现,以Gebhardt et al.(2001)<sup>[41]</sup>、Ohlson和Juettner-Nauroth(2005)<sup>[42]</sup>等为代表的基于分析师预测数据的隐含(implied)资本成本估算技术在学术界盛行。

运用现在国际上普遍采用的资本成本估算技术来估算中国上市公司的资本成本面临着如下三大难题:一是中国股票市场尚属于新兴市场,股票价格及其波动难以提供科学规律的风险信息与收益信息;二是中国企业财务信息以及与此相关的各种预测信

息的质量有待进一步提高;三是国有企业财务信息披露严重缺乏的情形尚无改善。如何运用合理的估算技术,确定公司股权资本成本并将之作为高管薪酬设计中的关键参数,对于我国企业界而言是一个严峻的挑战。

## 六、结论

股权资本成本是高管薪酬制度设计的基本标准,无视资本成本变动的高管薪酬制度无疑是不科学的,因为这种制度除了满足(当然也可能没有满足)高管的薪酬需求之外,不能为投资者利益、为企业发展提供任何支持。只有明确了股权资本成本在高管薪酬激励中的基准作用,高管薪酬制度设计中的很多参数才真正有据可依。不了解高管薪酬与资本成本之间的相关关系,就不可能了解高管薪酬激励的性质与方向,不可能对高管薪酬的变动设定科学的数量化约束,更不可能实现高管薪酬制度的自我优化功能。没有一个科学有效的高管薪酬制度,公司治理与管理质量的提高将无从谈起。

基于资本成本的高管薪酬制度将高管的切身利益与股东的现实财富紧密结合一致,这一制度绝不仅仅局限于对于高管薪酬数量的调整,更为重要的是这种制度可以为公司财务决策的科学化提供必要的约束力量。没有资本成本约束的财务决策与没有资本成本约束的高管薪酬制度在结果上是一致的,那就是减损企业价值,减损股东利益。在基于资本成本的高管薪酬制度之下,公司管理层必然高度关注股权资本成本的增减变化,这种变化通常意味着管理质量的变化,进而导致管理行为的进一步调整。换言之,关注于资本成本的高管薪酬制度比较那些单纯地着眼于某种会计绩效指标的薪酬制度具有更强大的治理功能,成为改善管理层工作质量的内在动力。在经营活动现金流量和资本投资项目既定的情况下,资本成本的降低意味着管理层工作质量的提高,这种提高以薪酬增加的方式予以了合理的补偿。伴随着资本成本的降低,企业的投资规模有了进一步扩大的可能,财务竞争力得以提高。而在资本成本较高的情况下,管理层则应当将内部形成的现金分派给股东,弥补股东投资所承担的风险,同时避免造成过度投资。

在一个有效的资本市场上,资本成本的降低可

以提升公司的股票价格,增加市场价值。因而,股票价格激励、股票期权激励与资本成本激励就成为性质完全一致、计量高度统一的高管薪酬制度。

#### 参考文献:

[1] Swan, P. L. , X. Zhou. Performance Thresholds in Managerial Incentive Contracts[J]. Journal of Business, 2003, 76 (04): 665 - 696.

[2] 让·梯若尔. 公司金融理论[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2007.

[3] Shleifer A, Vishny R. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52 (02): 737 - 783 .

[4] Adolf Augustus Berle, Gardiner Coit Means. The Modern Corporation and Private Property[M]. McMillan, New York, 1932.

[5] La Porta R, Lopez - de - Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around the World[J]. Journal of Finance, 1999, 54 (02) : 471 - 517.

[6] Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 03 (04): 305 - 360.

[7] Bengt Holmström, Paul Robert Milgrom. Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives[J]. Econometrica, 1987, 55 (02): 303 - 328.

[8] Kevin J. Murphy. Chapter 38: Executive Compensation// O. Ashenfelter, D. Card. Handbook of Labor Economics [M]. Elsevier, 1999, 03, Part B: 2485 - 2563.

[9] Rajesh K. Aggarwal. Chapter 17: Executive Compensation and Incentives// B. Espen Eckbo. Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance [M]. Elsevier, 2007, (02): 497 - 538.

[10] George P. Baker, Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy. Compensation and Incentives: Practice versus Theory [J]. The Journal of Finance, 1988, 63 (03): 593 - 616.

[11] Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy. Performance Pay and Top - Management Incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98 (02): 225 - 264.

[12] Murthy K R S, Salter M S. Should CEO Pay be Linked to Results? [J]. Harvard Business Review, 1975, 53 (03): 66 - 73.

[13] Robert A. Figler, Richard C. Lutz. Do the Excellent Firms Effectively Match CEO Compensation to Corporate Per-

formance[J]. Journal of Managerial Issues, 1991, 111 (04): 445 - 457.

[14] Madura J, Martin A D, Jessel K A. Determinants of CEO Compensation in Small Publicly - Traded Business[J]. American Business Review, 1996, 14 (01): 80 - 88.

[15] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000, (03): 32 - 39, 64, 80.

[16] 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, (01): 24 - 30.

[17] 李琦. 上市公司高级经理人薪酬影响因素分析[J]. 经济科学, 2003, (06): 113 - 127.

[18] Richard A. Lambert, David F. Larcker. An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts[J]. Journal of Accounting Research, 1987, 25: 85 - 125.

[19] Hamid Mehran. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38 (02): 163 - 184.

[20] Scott B. Jackson, Thomas J. Lopez, Austin L. Reintenga. Accounting Fundamental and CEO Bonus Compensation [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008, 27: 374 - 393.

[21] 陈志广. 高级管理人员报酬的实证研究[J]. 当代经济科学, 2002, (05): 58 - 63, 70 - 95.

[22] 张俊瑞, 赵进文, 张建. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]. 会计研究, 2003, (09): 29 - 34.

[23] 王培欣, 田英辰, 李锐. 上市公司高管人员薪酬问题实证分析[J]. 管理科学, 2006, (03): 59 - 65.

[24] 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, (03): 110 - 124.

[25] 辛清泉, 谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究, 2009, (11): 68 - 81.

[26] Dow J, Raposo C C. CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy[J]. The Journal of Finance, 2005, 60 (06): 2701 - 2727.

[27] Daniel Bergstresser, Thomas Philippon. CEO Incentives and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(03): 511 - 529.

[28] Lin Peng, Ailsa R? ell. Executive Pay and Shareholder Litigation[J]. Review of Finance, 2008, 12(1): 141 - 184.

[29] Xavier Gabaix, Augustin Landier. Why has CEO Pay Increased So Much [J]. The Quarterly Journal of Economics,

2008, 123 (01): 49 – 100.

[30] Anne T. Coughlan, Ronald M. Schmidt. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7(01 – 03): 43 – 66.

[31] Jie Cai, Ralph A. Walkling. Shareholders’ Say on Pay: Does It Create Value [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46 (02): 299 – 339.

[32] Jagdish R Raiyani, Nilesh K Joshi. EVA Based Performance Measurement: A Case Study of SBI and HDFC Bank [J]. Management Insight, 2012, 11(03): 31 – 43.

[33] WaQar I. Ghani, Ahmet Tezel, Joseph M. Ragan, A. J. Stagliano. Disclosure Of EVA Use In Corporate Financial Reports: A Descriptive Analysis[J]. Journal of Applied Business Research, 2011, 21(01): 81 – 92.

[34] 张炳辉. 基于 EVA 的中国上市公司高管薪酬激励有效性研究[J]. 长春大学学报, 2012, (22): 809 – 814.

[35] Lawrence J. Lau. Econometrics, Volume 2: Econometrics and the Cost of Capital[M]. Cambridge, MA: The MIT Press, 2000.

[36] Ramesh K S Rao, Eric C Stevens. A Theory of the Firm’s Cost of Capital: How Debt Affects the Firm’s Risk, Value, Tax Rate and the Government’s Tax Claim[M]. Singapore: World Scientific Publishing Company, 2007.

[37] Robert F. Bruner, Kenneth M. Eades, Robert S. Harris and Robert C. Higgins. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis[J]. Financial Practice and Education, Financial Management Association International, 1998: 13 – 28.

[38] Franco Modigliani, and Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. The American Economic Review, 1958, 48 (03): 261 – 297.

[39] H. Kent Baker, J. Clay Singleton, and E. Theodore Veit. Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice[M]. New York: Oxford University Press, 2011.

[40] 汪平, 李光贵, 巩方亮. 资本成本、股东财富最大化及其实现程度研究[J]. 中国工业经济, 2008, (04): 110 – 118.

[41] Gebhardt W R, Lee C M C, and Swaminathan B. Toward an Implied Cost of Capital[J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39 (01): 135 – 176.

[42] Ohlson J A, and Juettner – Nauroth B E. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value[J]. Review of Accounting Studies, 2005, 10 (02): 349 – 365.

(责任编辑: 周杰)

Cost of Equity Capital and Executive Compensation Incentive:  
——A Theory of Executive Compensation Reform

ZOU Ying, WANG Ping

(1. Accounting School, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;  
2. Institute for Corporate Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

**Abstract:** Executive compensation system, based on the accounting performance, is the mainstream today and has been widely utilized worldwide. But more and more research evidence suggests that the relationship between executive compensation and accounting performance is insufficient to be the theoretical basis of executive compensation system. Therefore, this paper proposes that only when executive compensation incentive schemes follows the principle of shareholder wealth supremacy can it not only meet the expectations of the executives on compensation, but also fulfill the goals of shareholder wealth maximization on the premise of the firm’s sustainable development. Cost of equity capital is the basic factor and core parameter in the designing of executive compensation system.

**Key Words:** cost of equity capital; executive compensation; shareholder wealth