

# 薪酬绩效敏感度与会计业绩指标价值相关性研究

夏 宁 田 丽 李 民

(山东财经大学会计科学研究中心,山东 济南 250014)

**[摘 要]** 为了深入了解薪酬绩效敏感度与业绩指标价值相关性之间的关联以及它们之间受何种因素的影响,研究发现:现金流操控对高管薪酬契约产生重要影响,现金流操控提高了盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系;大股东控制和盈余的相互作用提高了会计业绩指标价值相关性与其薪酬敏感度之间的关系。具体来说,国有大股东控制对企业盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系有重要影响;非国有大股东控制则对企业现金流业绩指标的价值相关性与其薪酬敏感度影响更明显。

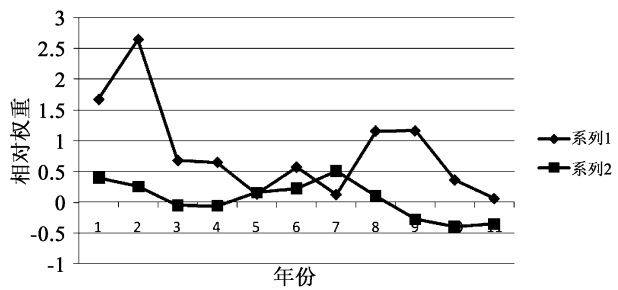
**[关键词]** 高管薪酬;价值相关性;盈余;现金流  
**[中图分类号]** F224.9 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2095 - 3410(2013)05 - 0067 - 11

## 一、前言

当前公司所有权与控制权高度分离,股东以及社会投资者处于信息非对称性的劣势一方,公司高管完全有动机利用自己手中信息资源的优势对薪酬契约加以影响,对公司实施利益侵占,因此如何加强会计业绩信息决策有用性、弱化信息非对称性的不利影响将成为建立有效经理人市场以及完善公司治理结构的重要议题。近年来我国关于高管薪酬、企业绩效的研究已经取得了重大进步,但与西方发达国家相比,还存在很多不足。国外学者主要研究盈余反应系数、价值相关性或将高管薪酬对股票市场回报率进行回归,而且开始研究高管薪酬、绩效、价值相关性三者的关系,但国内学者则多研究高管薪酬与公司业绩的关系,或者单纯研究会计业绩指标价值相关性问题,没有将高管薪酬、会计业绩与业绩指标价值相关性三者融为一体进行研究。

会计业绩指标,如盈余、现金流,在企业和市场中的作用是多种多样的,其中包括评估企业价值和高管绩效评价。虽然国外的一些研究已经考查了会

计业绩指标在衡量企业价值和高管薪酬中各自的作用,但很少有证据存在证明这两个角色之间是否有什么关联,即业绩指标的价值相关性与薪酬绩效相关性(薪酬绩效敏感度)之间的关联。我们使用了大量我国上市公司的高管报酬与会计数据,利用2001至2011年11年的盈余和现金流数据,考察估值和激励相关性之间的关联。从图1可以看出,在



注:系列1 现金流对盈余的相对估值权重;系列2 现金流对盈余的相对薪酬权重。

图1 现金流对盈余的相对权重<sup>①</sup>

我们的样本期2001至2011十一年间,除了2005至2007这三年外,现金流对盈余的相对薪酬权重曲线与相对估值权重曲线基本一致,同时这八年的相对

**[基金项目]** 本文是教育部人文社会科学研究一般项目“我国上市公司高管薪酬的影响因素与成因分析”(项目编号:10YJC630290)的阶段性成果,并受到“泰山学者”建设工程专项经费资助。

**[作者简介]** 夏宁(1974 - ),男,山东济南人,山东财经大学会计科学研究中心副主任、教授,会计学博士、博士后。主要研究方向:财务金融。

薪酬权重和相对估值权重之间的相关性高达0.783,说明他们之间存在某种关联,也就是说我国上市公司会计业绩指标在评价企业价值和评估高管薪酬这两个作用之间存在关系。至于关系如何,本文即对此进行研究,探讨业绩指标的价值相关性与薪酬绩效敏感度之间的关系。

## 二、文献综述

### 1. 薪酬激励契约与盈余、现金流的价值相关性

Gjesdal(1981)认为绩效衡量标准在对评价企业绩效的信息性能与制定薪酬激励的信息性能时不同,而这种绩效衡量标准能够决定激励和企业价值的薪酬权重,因此在组织中应当有差别地使用会计信息。Bushman(2006)表明评估企业价值的盈余系数和评估薪酬的盈余系数之间存在正相关关系。Rajiv D. Banker, Rong Huang(2009)研究了盈余的价值相关性和现金流的增量价值相关性,发现盈余的价值相关性和薪酬权重是下降的,现金流的价值相关性和薪酬权重是增加的,业绩衡量指标的价值相关性在绩效评价中具有显著的作用。

### 2. 会计信息的价值相关性研究

国外学者对公允价值、无形资产、财务报告、资本结构等会计信息的价值相关性研究较多。比如Brierley, Bunn(2005)利用1975—2004年间英国公司资本结构数据进行实证研究,认为财务杠杆的价值相关性与盈利能力正相关,而Pao(2007)通过720家高科技企业的面板数据资料,研究得出二者负相关。Beisland(2009)认为在采用国际财务报告标准之前,会计盈余的价值相关性较低,变更之后有了显著的提高,财务报告标准的变化影响了价值相关性,但Stefan Veith(2010)发现不同国家的会计准则与法律体系没有影响价值相关性。

### 3. 盈余和现金流对公司价值、管理层薪酬的影响研究

现金流是盈余的一个组成部分,但盈余和现金流量对公司价值有不同的影响(Rayburn(1986), Bowen, Burgstahler, and Daley(1986), Ali(1994), Sloan(1996))。超过盈余的现金流量的增量价值分段变化取决于一些因素,如持续盈余和现金流量(Sloan(1996), Xie(2001), Richardson(2005)),业绩的时间间隔测量,公司营运资本需求的波动,公司

经营周期的长度等(Dechow(1994), Dechow, Kothari, and Watts(1998))。Jerry Sun and Steven Cahan(2009)以812家美国公司为样本,发现当公司薪酬委员会较为强势时,CEO现金薪酬与会计业绩相关性会显著提升。

从上述研究中可以发现,薪酬激励契约与会计业绩价值相关性的关系还没有引起足够的重视,只有少数几篇论文研究这一问题。我国对高管薪酬的研究还集中在薪酬与绩效的关系上,明显落后于西方,更没有将其与会计信息价值相关性联系起来,金融危机使得各国需要重新思考高管薪酬、会计信息与市场反应之间的关系。怎样完善其相关关系,这种制度究竟怎样安排更加合理,到底是什么样的影响机理等问题都需要重新审视。

## 三、研究设计

### 1. 研究假设

为探讨高管薪酬、企业绩效与会计业绩指标价值相关性之间的关联,我们参考Baber, Kang, and Kumar(1998)、Rajiv D. Banker et al.(2009)等文献的研究设计,建立基于契约论与信息论相融合的综合性视角,即探讨薪酬敏感度与会计业绩指标的价值相关性之间的关系。Rajiv在Feltham and Xie(1994)委托-代理基本模型基础上,建立了一个简单的、单周期结构的委托-代理设置,以程式化模型对绩效衡量数据进行分析。这个模型通过业绩指标的方差-协方差矩阵成分,比较完整地表现出绩效衡量指标的薪酬敏感性和价值相关性。他们证明,薪酬敏感度与盈余、现金流的价值相关性之间呈正相关关系?但他们采用的数据均是西方上市公司的数据,而我们中国到底存不存在这种正相关关系,在第一部分就已证明,我国上市公司会计业绩指标在评价企业价值和评估高管薪酬这两个作用之间是存在关系的,但关系到底如何呢?接下来我们先假设中国的上市公司也存在这种正相关关系,并用中国实际的薪酬和估值数据检验这个预测。

#### 提出假设:

- (1)薪酬绩效敏感度与盈余的价值相关性正相关;
- (2)薪酬绩效敏感度与现金流的价值相关性正相关。

## 2. 回归模型

一个直接的方法来测试我们之前讲述的假设,就是估计薪酬绩效敏感性和价值相关性程度,然后考察它们之间的关系。然而,这种方法也受到了一些限制,特别是在估计企业层面上的薪酬绩效敏感度。较短的时间序列薪酬数据、不切实际的假设薪酬绩效敏感度在时间上的不变性、高管变动,均能造成估计企业薪酬绩效敏感性存在大量噪音。为了解决这些问题,我们参照先前的薪酬会计研究,并采用的横截面的方法来检验我们的假设。

典型的横截面薪酬绩效敏感性研究模型,是将年度高管薪酬作为绩效评估指标和其他能收集到的与绩效评估指标相互作用影响薪酬绩效敏感性变化的控制变量的函数。同时,我们还将其他与企业绩效评估和价值相关性相互作用的项目加进来,具体而言,我们的研究所设计的回归模型是:

$$\log(\text{COMP}_i) = \gamma_0 + \eta_e(\text{ROA}_i) + \eta_e(\text{CFOA}_i) + \omega_e(\nu_{ei} \times \text{ROA}_i) + \omega_e(\nu_{ci} \times \text{CFOA}_i) + \theta_e \nu_{ei} + \theta_e \nu_{ci} + \sigma_e \text{Control} \times \text{ROA}_i + \sigma_e \text{Control} \times \text{CFOA}_i + \mu_i \quad (1)$$

我们用年度高管薪酬和企业水平数据采用普通最小二乘法(OLS)回归,研究上述关系,式中, $i$ 表示公司。 $\text{COMP}_i$ 是公司*i*的前三名高管现金薪酬总和; $\text{ROA}_i$ 等于扣除非经常性损益的净利润除以平均资产总额; $\text{CFOA}_i$ 等于经营性现金流量除以平均资产总额; $\nu_{ei}$ 为公司*i*盈余的价值相关性; $\nu_{ci}$ 是公司*i*经营性现金流量的增量价值相关性; $\text{Control}$ 为一系控制变量的值。

若 $\nu_{ei} \times \text{ROA}_i$ 的回归系数 $\omega_e$ 显著为正,则表明公司*i*的盈余的价值相关性与盈余的薪酬敏感度显著正相关;若 $\nu_{ci} \times \text{CFOA}_i$ 的回归系数 $\omega_e$ 显著为正,则表明公司*i*现金流的增量价值相关性与现金流的边际薪酬敏感度显著正相关。

## 3. 会计业绩指标价值相关性的测量

首先测量公司的盈余的价值相关性和现金流的增量价值相关性。为获得价值相关性测量值,我们建立如下的三个回归模型,然后以公司为单位,分别对每家公司自2001至2011年期间至少十年的时间序列数据进行OLS回归,统计回归得出的 $R^2$ 值,用以计算盈余的价值相关性和现金流的价值相关性。

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BPS}_{i,t} + e_{it} \quad (2)$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{i,t} + \beta_2 \text{BPS}_{i,t} + u_{it} \quad (3)$$

$$P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{EPS}_{i,t} + \gamma_2 \text{CPS}_{i,t} + \gamma_3 \text{BPS}_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$P_{i,t}$ 是公司*i*第*t*个财务年度结束后第三个月末的股价, $\text{EPS}_{i,t}$ 是公司*i*第*t*年的每股盈余, $\text{CPS}_{i,t}$ 是公司*i*第*t*年的每股现金流量, $\text{BPS}_{i,t}$ 是公司*i*第*t*年的每股账面价值。以上回归模型以信息理论为基础,来源于Ohlson's(1995,1999)的估值模型和对Collins,Maydew,and Weiss(1997)的修改。 $\text{CPS}$ (每股现金流量)可以解释为属于Ohlson1999模型中的其他信息项。依据Collins,Maydew,and Weiss(1997),我们首先从方程(2)、(3)、(4)分别回归得到回归系数,记作 $R_{bv}^2$ 、 $R_{earnbv}^2$ 和 $R_{total}^2$ 。盈余的价值相关性( $V_e$ )和现金流的增量价值相关性( $V_c$ )分别表示为:

$$V_e = (R_{earnbv}^2 - R_{bv}^2) / (1 - R_{bv}^2)$$

$$V_c = (R_{total}^2 - R_{earnbv}^2) / (1 - R_{earnbv}^2)$$

其中,无论 $R_{bv}^2$ 、 $R_{earnbv}^2$ 还是 $V_e$ 、 $V_c$ ,所有的测量值都在0至1范围内。

考虑到投资者在定价中有可能将现金流作为基本的业绩指标,而相应将盈余指标作为补充指标,我们将方程(3)进行了修改,得到计算现金流的价值相关性和盈余的增量价值相关性的方程:

$$P_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 \text{CPS}_{i,t} + \eta_2 \text{BPS}_{i,t} + u_{it} \quad (5)$$

从方程(4)回归得到的回归系数记作 $R_{cfobv}^2$ ,为了便于观察和对比,我们将现金流的价值相关性记作 $FV_c$ ,将盈余的增量价值相关性记作 $FV_e$ ,分别表示为:

$$FV_e = (R_{total}^2 - R_{cfobv}^2) / (1 - R_{cfobv}^2)$$

$$FV_c = (R_{cfobv}^2 - R_{bv}^2) / (1 - R_{bv}^2)$$

与第一种情况一样,所有的测量值均在0至1范围内。

我们 $R^2$ 的测量和Bushman et al(2004)的研究相似,方程采用了Ohlson(1995)模型的水平参数,而Bushman则在Ohlson模型基础上采用变化的参数;因为我们感兴趣的不只是盈余还有现金流的增量价值相关性,所以在Ohlson(1999)模型其他信息成分基础上添加每股现金流;为了和薪酬参数一致,也为了使 $R^2$ 的测量与薪酬敏感性的联系更直接,在

我们的收益估值模型中不包括收入水平。

四、实证结果及分析

1. 数据来源与样本选择

考虑到数据获取问题,本研究只针对我国上市公司进行,研究中所涉及的公司财务绩效、公司治理等数据主要来源于上市公司年报和深圳国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 数据库。为保证数据的有效连贯性,我们所选的样本区间较长,为 2001 至 2011 年,并对所选样本做了以下限定:

(1)剔除 ST、PT 类公司,因为该类公司已经存在退市风险,财务指标异常,不具有研究价值,所以剔除;

(2)在样本区间内,截止到 2011 年 12 月 31 日,上市时间至少 4 年,因为在变量盈余噪音和现金流噪音的计量中需要至少 4 年的数据;

(3)高管在年度内无重大变化,并且 CEO 在同一家公司至少任期连续两年,因为高管的变动会对高管薪酬水平产生重大影响,为保证薪酬数据更加切合实际,剔除高管变动较大的公司;

(4)剔除在披露的年报中财务数据、公司治理结构等相关数据残缺不全的公司;

(5)账面价值与总资产为正,相对来说账面价值与总资产为正的企业经营状况会比较稳定。

根据以上筛选原则,最终从 2001 - 2011 年 10080 个年度数据得到 2127 个横截面年度观测值。

表 1 为样本的描述性统计,从中可以看出每股

表 1 样本的描述统计

	Q1	Median	Q3	Mean	Std. Deviation
Log( comp)	5.8891	6.0893	6.3157	6.1042	0.39122
Log( totalcomp)	6.2463	6.4835	6.7332	6.4804	0.41325
ROA	0.9576	2.8049	5.8513	3.3453	5.58879
CFOA	-2.5123	2.8891	6.9539	2.6314	7.78461
CFOpersistence	-.2752	.6066	1.2818	-3.2351	74.98116
EARNnoise	2.1567	3.9846	6.2972	4.8046	3.46671
CFOnoise	3.9712	5.8900	8.7715	6.7998	3.79624
TRADEcycle	4.5296	11.1795	46.1782	1.0837E2	1145.94025
Leverage	0.3772	0.5293	0.6643	0.5170	0.20101
EPS	0.0555	0.2000	0.4787	0.3426	0.60373
CPS	-0.1833	0.0256	0.3077	0.1145	0.78068
BPS	1.8000	2.9414	4.3700	3.3810	2.29012

盈余 (EPS) 的中位数和平均值分别是 0.2 和 0.3426,每股现金流 (CPS) 的中位数和平均值分别是 0.0256 和 0.1145,每股盈余高于每股现金流,这和国外的研究数据不同,Rajiv D. Banker(2009)等和我们相反,可能因为外文文献倾向于使用绩效好的、大的公司数据。除此之外,其他数据和西方数据差别不大。

2. 盈余和现金流的价值相关性测量值的描述性统计

利用每家公司自 2001 年以来至少 10 年的时间序列数据,然后以公司为单位,分别对每家公司十年的数据进行 OLS 回归,计算盈余的价值相关性和现金流的价值相关性。

我们首先得到盈余的价值相关性和现金流的增量价值相关性的测量值,表 2 为回归系数、判定系数和价值相关性测量值的描述统计。可以看出,在公司股票价格与盈余、账面价值的回归中,每股盈余 (EPS) 的回归系数  $\beta_1$  高于每股账面价值 (BPS) 的回归系数  $\beta_2$ ,这和西方 (Collins, Maydew, and Weiss (1997), Rajiv D. Banker et al. (2009)) 的研究研究情况一致。其中每股盈余 (EPS) 的回归系数的中位数和平均数分别是 0.6159 和 0.6532,虽略低于西方,但盈余和账面价值回归的判定系数  $R_{\text{earnbv}}^2$  平均数为 0.4473,可与他们的研究相提并论。综合这三个回归的判定系数,得出盈余的价值相关性(中位数 = 0.1873,平均数 = 0.2494)和现金流的增量价值相关性(中位数 = 0.1092,平均数 = 0.1793)。

我们将现金流作为主要绩效衡量指标和盈余为辅助指标的价值相关性测算也用表格表示出来,与表 2 类似,表 3 为回归系数、判定系数和价值相关性测量值的描述统计。盈余的增量价值相关性的中位数和平均数分别为 0.1711 和 0.2556,现金流的价值相关性的中位数和平均数分别为 0.1167 和 0.1720。对比可以看出盈余的价值相关性高于现金流的价值相关性,盈余的增量价值相关性也高于现金流的增量价值相关性。

3. 高管薪酬与盈余和现金流的价值相关性的关系分析

为检验高管薪酬和盈余、现金流的价值相关性之间的联系,我们将搜集整理的高管薪酬数据(Log

盈余的价值相关性和现金流的增量价值相关性  
表 2 测量值的描述性统计

	Q1	Median	Q3	Mean	Std. Deviation
$\alpha_1$	0.0740	0.3584	0.6289	0.3196	0.36747
$\beta_1$	0.2694	0.6159	1.0857	0.6532	0.54703
$\beta_2$	-0.6260	-0.3245	0.2187	-0.1844	0.49187
$\gamma_1$	0.2264	0.6649	1.1783	0.6879	0.62076
$\gamma_2$	-0.2860	-0.0405	0.1528	-0.0554	0.31801
$\gamma_3$	-0.6360	-0.2378	0.2529	-0.1772	0.53891
$R_{bv}^2$	0.0490	0.2041	0.4199	0.2556	0.22457
$R_{earnbv}^2$	0.2434	0.4485	0.6364	0.4473	0.23404
$R_{total}^2$	0.3887	0.5622	0.7289	0.5459	0.22780
$V_e = (R_{earnbv}^2 - R_{bv}^2) / (1 - R_{bv}^2)$	0.0484	0.1873	0.3993	0.2494	0.22880
$V_c = (R_{total}^2 - R_{earnbv}^2) / (1 - R_{earnbv}^2)$	0.0207	0.1092	0.2811	0.1793	0.19929

注:根据第 3 部分提供的测量方法,首先指定盈余为主要的绩效衡量指标,现金流为辅助指标,分别从方程(2)、(3)、(4)获得  $R_{bv}^2$ 、 $R_{earnbv}^2$  和  $R_{total}^2$ ,从而得到  $V_e$  和  $V_c$ 。

现金流的价值相关性和盈余的增量价值相关性  
表 3 测量值的描述性统计

	Q1	Median	Q3	Mean	Std. Deviation
$\alpha_1$	0.0740	0.3584	0.6289	0.3196	0.36747
$\eta_1$	-0.1430	0.0382	0.2131	0.0976	0.31555
$\eta_1$	0.0717	0.2789	0.6913	0.3178	0.38176
$\gamma_1$	0.2264	0.6649	1.1783	0.6879	0.62076
$\gamma_2$	-0.2860	-0.0405	0.1528	-0.0554	0.31801
$\gamma_3$	-0.6360	-0.2378	0.2529	-0.1772	0.53891
$R_{bv}^2$	0.0490	0.2041	0.4199	0.2556	0.22457
$R_{cfobv}^2$	0.1688	0.3635	0.5803	0.3794	0.24501
$R_{total}^2$	0.3887	0.5622	0.7289	0.5459	0.22780
$FV_e = (R_{total}^2 - R_{cfobv}^2) / (1 - R_{cfobv}^2)$	0.0389	0.1711	0.4272	0.2556	0.23955
$FV_c = (R_{cfobv}^2 - R_{bv}^2) / (1 - R_{bv}^2)$	0.0280	0.1167	0.2651	0.1720	0.18871

注:与表 2 的测算过程类似,我们指定现金流为主要的绩效衡量指标,盈余为辅助指标,采用同样的方法,分别从方程(2)、(3)、(4)获得  $R_{bv}^2$ 、 $R_{cfobv}^2$  和  $R_{total}^2$ ,从而得到  $FV_e$  和  $FV_c$ 。

(comp))、企业绩效指标数据(ROA、CFOA)和测算出的价值相关性数据( $V_e$ 、 $V_c$ 、 $FV_e$ 、 $FV_c$ )以及相关控制变量数据分步代入回归模型(1),进行回归分析。首先,将整理的 2003 至 2011 九年的数据整体进行回归分析,然后以 2006 年为界,分阶段探讨薪酬权重与盈余和现金流的价值相关性之间的联系及变

化。表 4 和表 5 为模型(1)OLS 回归的回归系数和显著性结果。

选择以 2006 年为界分阶段讨论也是考虑了多方面原因,在本研究第一部分中,现金流对盈余的相对估值权重曲线和相对薪酬权重曲线在 2005、2006 和 2007 这几年出现交叉,而且我国从 2007 年 1 月 1 日起,开始实行新会计准则,新旧会计准则交替势必对上市公司盈余、现金流数据造成影响,如果将九年的数据进行简单的一次回归,可能不能透彻的分析薪酬绩效敏感度与盈余、现金流价值相关性之间的关系,还可能使回归结果出现较大误差,所以就以此为标准分成两个阶段。

从表 4 中可以看出,在 2003—2011 将近十年数据的回归中,若将盈余作为基本业绩指标, $V_e \times ROA$  的回归系数分别是 0.088( $t = 2.038, p < 0.05$ ),处于 5% 的显著水平上。这个结果表明盈余的价值相关性与盈余的薪酬敏感度显著正相关,也就是说盈余的薪酬权重随着盈余的价值相关性上升而上升。同样, $V_c \times CFOA$  的回归系数是 0.071( $t = 2.115, p < 0.05$ ),也处在 5% 的显著水平上,表明现金流的增量价值相关性与现金流的边际薪酬敏感度显著正相关,即现金流的增量薪酬权重随着现金流的增量价值相关性上升而上升。若将现金流作为基本业绩指标,从表 5 中可以看出, $FV_e \times ROA$  和  $FV_c \times CFOA$  的回归系数分别为 0.064( $t = 1.465, p > 0.1$ )、0.074( $t = 2.180, p < 0.05$ ),但只有  $FV_e \times CFOA$  的显著为正(处于 5% 的显著水平上),表明这种情况下,现金流的价值相关性与现金流的薪酬敏感度显著正相关,但盈余的增量价值相关性与盈余的增量薪酬权重关系不显著。综合以上回归分析,可以得出我国上市公司盈余、现金流两种业绩指标的价值相关性与其薪酬敏感度(薪酬权重)存在显著正相关关系,但以现金流为基本业绩指标时,盈余指标的作用不明显,暗示了盈余业绩指标的价值相关性作用在下降。

再来比较一下分阶段的回归结果,在 2003—2006 年数据的回归中,无论是将盈余还是将现金流作为基本业绩指标,盈余的价值相关性与盈余指标的回归系数都为正,即  $V_e \times ROA$  的系数 0.184( $t = 2.462, p < 0.05$ )和  $FV_e \times ROA$  的系数 0.162( $t =$

表 4 高管薪酬和盈余的价值相关性、现金流的增量价值相关性的回归分析表

盈余为基本业绩指标 Model	2003—2011	2003—2006	2007—2011
	Beta	Beta	Beta
ROA	0.244 *** (5.306)	0.230 *** (3.156)	0.352 *** (4.606)
CFOA	-0.073 ( -1.053)	-0.081 ( -0.770)	-0.070 ( -0.732)
V <sub>e</sub>	-0.008 ( -0.350)	-0.034 ( -0.974)	0.039 (1.187)
V <sub>e</sub>	0.002 (0.077)	0.017 (0.432)	0.012 (0.400)
V <sub>e</sub> × ROA	0.088 ** (2.038)	0.184 ** (2.462)	-0.019 ( -0.386)
V <sub>e</sub> × CFOA	0.071 ** (2.115)	0.016 (0.330)	0.096 ** (2.059)
CFOpersistence × ROA	-0.018 ( -0.537)	0.039 (0.558)	0.008 ( .212)
CFOpersistence × CFOA	0.013 (0.569)	0.037 (1.076)	-0.024 ( -0.608)
EARNnoise × ROA	-0.587 *** ( -7.421)	-1.060 *** ( -6.376)	-0.305 *** ( -4.542)
EARNnoise × CFOA	0.049 (1.137)	-0.117 ( -0.957)	0.074 (1.386)
CFOnoise × ROA	0.070 (0.861)	-0.069 ( -0.340)	-0.010 ( -0.141)
CFOnoise × CFOA	-0.126 ** ( -2.260)	-0.029 ( -0.294)	-0.187 ** ( -2.520)
TRADEcycle × ROA	0.026 (0.881)	0.005 (0.101)	0.036 (0.982)
TRADEcycle × CFOA	0.000 (0.007)	-0.026 ( -0.505)	-0.011 ( -0.298)
Leverage × ROA	0.321 *** (4.054)	0.854 *** (4.163)	0.132 ** (1.975)
Leverage × CFOA	0.008 (0.130)	0.035 (0.338)	0.085 (1.063)
Adjusted R Square	0.120	0.151	0.128
F Change	17.919	9.831	11.077
Sig. F Change	0.000	0.000	0.000
N	2127	904	1223

注：\*，\*\*，\*\*\* 分别代表 10%，5% 和 1% 的显著水平；括号内为 t 值。

表 5 高管薪酬和现金流的价值相关性、盈余的增量价值相关性的回归分析表

现金流为基本业绩指标 Model	2003—2011	2003—2006	2007—2011
	Beta	Beta	Beta
ROA	0.252 *** (5.428)	0.227 *** (2.977)	0.356 *** (4.685)
CFOA	-0.068 ( -0.972)	-0.056 ( -0.529)	-0.086 ( -0.889)
FV <sub>e</sub>	-0.015 ( -0.622)	-0.035 ( -1.010)	0.016 (0.489)
FV <sub>e</sub>	0.003 (0.119)	0.010 (0.271)	0.024 (0.771)
FV <sub>e</sub> × ROA	0.064 (1.465)	0.162 ** (1.997)	-0.010 ( -0.204)
FV <sub>e</sub> × CFOA	0.074 ** (2.180)	0.005 (0.102)	0.100 ** (2.069)
CFOpersistence × ROA	-0.021 ( -0.621)	0.019 (0.272)	0.008 (0.202)
CFOpersistence × CFOA	0.010 (0.426)	0.037 (1.066)	-0.025 ( -0.630)
EARNnoise × ROA	-0.606 *** ( -7.705)	-1.093 *** ( -6.615)	-0.308 *** ( -4.554)
EARNnoise × CFOA	0.050 (1.162)	-0.128 ( -1.033)	0.071 (1.329)
CFOnoise × ROA	0.097 (1.202)	-0.017 ( -0.087)	-0.009 ( -0.124)
CFOnoise × CFOA	-0.136 ** ( -2.440)	-0.042 ( -0.431)	-0.191 ** ( -2.570)
TRADEcycle × ROA	0.027 (0.912)	0.003 (0.060)	0.033 (0.914)
TRADEcycle × CFOA	-0.002 ( -0.057)	-0.021 ( -0.397)	-0.014 ( -0.360)
Leverage × ROA	0.329 *** (4.173)	0.892 *** (4.384)	0.123 * (1.833)
Leverage × CFOA	0.007 (0.124)	0.020 (0.197)	0.102 (1.274)
Adjusted R Square	0.119	0.148	0.128
F Change	17.757	9.655	11.088
Sig. F Change	0.000	0.000	0.000
N	2127	904	1223

注：\*，\*\*，\*\*\* 分别代表 10%，5% 和 1% 的显著水平；括号内为 t 值。

1.997,  $p < 0.05$ ), 且都处在 5% 的显著水平上, 说明盈余指标的价值相关性与其薪酬敏感度显著正相关。这一阶段  $V_e \times CFOA$  和  $FV_e \times CFOA$  的回归结果都不显著,  $t$  值都小于 1.96,  $p$  值大于 0.1, 说明这几年现金流的价值相关性与其薪酬敏感度的关系不显著。到了后期 2007 - 2011 年数据的回归中, 情况恰恰相反。 $V_e \times CFOA$  和  $FV_e \times CFOA$  的回归系数分别 0.096 ( $t = 2.059, p < 0.05$ ) 和 0.1 ( $t = 2.069, p < 0.05$ ), 且都在 5% 的显著水平上, 从前一个时间段的关系不显著到近阶段的显著正相关, 而  $V_e \times ROA$  和  $FV_e \times ROA$  的回归系数均不显著, 从前阶段显著正相关到后阶段关系不显著。这个回归结果表明, 在 2003 - 2006 年间, 我国上市公司盈余指标的价值相关性与其薪酬敏感度显著正相关, 在后期 2007 - 2011 年间, 现金流指标的价值相关性与其薪酬敏感度显著正相关。进一步说明了我国上市公司盈余业绩指标的价值相关性作用在下降, 现金流业绩指标的价值相关性作用在上升。究其原因, 可能是因为新会计准则的实施对企业财务报表盈余、现金流数据造成影响, 再加上后期 2008 年金融危机蔓延, 我国上市公司整体上利润下滑, 导致盈余指标下降, 使盈余业绩指标的价值相关性作用比前阶段下降, 从而使现金流业绩指标的价值相关性作用更加凸显。

之前在选择高管薪酬指标时就已提到, 前三名高管现金薪酬之和可能比总薪酬与会计绩效衡量的关系更紧密, 但为了稳妥起见, 所以选择用高管总薪酬进行稳健性测试。用  $\text{Log}(\text{totalcomp})$  表示, 用高管总薪酬代替前三名高管薪酬, 上述结论仍然成立, 回归结果几乎一致, 在此不再列表赘述。

从表 4 和表 5 还可以看出, 在全部年份数据回归结果中,  $ROA$  的回归系数分别是 0.244 ( $t = 5.306, p < 0.01$ )、0.252 ( $t = 5.428, p < 0.01$ ), 都与高管薪酬显著正相关, 在分期回归中, 也是如此, 都处于 1% 的显著水平上, 说明企业盈余与高管薪酬显著正相关, 虽然业绩指标的价值相关性与薪酬敏感度之间盈余的作用在下降, 但企业盈余始终都是影响高管薪酬契约的重要因素, 这个结果也支持了国内高管薪酬和企业绩效正相关的研究。但  $CFOA$  的六个回归系数与高管薪酬都不显著 ( $t < 1.96, p > 0.05$ ), 这和国外

的研究有很大差别, 因为按照常规预期, 企业经营现金流量越高, 说明企业经营很好, 高管应该获得较高的收入, 现金流量应与高管薪酬显著正相关才对。我国上市公司却出现与西方截然相反的现象, 究其原因可能因为现金流量表引入中国较晚, 各方面还不完善, 没有发挥它的真正价值。

此外,  $EARNnoise \times ROA$  和  $CFOnoise \times CFOA$  和高管薪酬显著负相关 ( $p < 0.01$ ), 支持了 Banker and Datar (1989), Lambert and Larcker (1987), Sloan (1993) 等的研究, 业绩指标噪音会减少业绩指标的薪酬权重。杠杆作用与盈余指标  $ROA$  的相互作用与高管薪酬显著正相关 ( $p < 0.01$ ), 说明杠杆作用增加了盈余的薪酬敏感度, 与 Natarajan (1996) 的研究相反。

以上回归结果支持了先前的假设, 薪酬绩效敏感度与盈余和现金流的价值相关性之间存在显著的正相关关系, 并且表现出时间段上的变化, 在 2003 至 2006 年间, 薪酬敏感度与盈余指标的价值相关性显著正相关, 即盈余的薪酬权重随着盈余价值相关性的变化而变化; 2007 至 2011 年间, 薪酬敏感度与现金流业绩指标的价值相关性显著正相关, 即基于现金流的薪酬权重随着现金流的价值相关性变化而变化。

#### 4. 考虑现金流的计量方法和影响机理继续深入研究

上一部分变量的设置没有考虑中国特有的因素, 下面考虑中国特有的影响机理进行深入研究。

之前盈余、现金流价值相关性测量值的描述性统计已经表明, 我国上市公司现金流量价值相关性低于盈余价值相关性, 这与国外研究不同, 而且使用单一计量方法有可能得出错误的结论。于是考虑影响现金流的多方面因素和计量方法, 采用逐步回归法进一步研究。企业的现金流以实际存在的现金及现金等价物为基础, 其会计处理过程基于收付实现制, 较少涉及主观的会计政策选择和会计估计, 因此相对会计盈余来说, 现金流信息更加真实、可靠。然而, 目前越来越多的证据表明, 现金流并不像人们想象的那样不可操控, 近年来许多企业的财务舞弊案都涉及现金流的操控。诸多文献已从不同的角度证实了我国上市公司现金流操控行为的存在以及操控

的手法,因此,本研究参考 Bowen (1986,1987)、xie (2001)和 Frankel(2005)的计量研究,考虑了现金流的四种不同的计量方法与非现金营运资本,由于现金流操控涉及会计信息质量和会计信息含量,我们参考 Dechow(1998)的模型,并借鉴张俊瑞(2011)进行的研究,从现金流中分离出正常现金流和操控现金流,测算出新的现金流指标进行研究。

模型中,t 表示年份,CFSale 是销售商品、提供劳务收到的现金,ΔCFSale 是本年与上一年销售商品、提供劳务收到的现金之差,CFCost 是购买商品、接受劳务及支付给职工所付出的现金,CFTax 是税费现金流量净额,CFOther 是其他与经营活动有关的现金流量净额,A 表示企业资产总额,CFO 是企业经营现金流量,ACFO 表示异常现金流。

$$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_1/A_{t-1} + \alpha_2 (CFSale_t/A_{t-1}) + \alpha_3 (\Delta CFSale_t/A_{t-1}) + \alpha_4 (\Delta CFSale_{t-1}/A_{t-1}) + \alpha_5 (CFCost_t/A_{t-1}) + \alpha_6 (CFTax_t/A_{t-1}) + \alpha_7 (CFOther_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \tag{5}$$

$$ACFO_t = CFO_t/A_{t-1} - [\alpha_1/A_{t-1} + \alpha_2 (CFSale_t/A_{t-1}) + \alpha_3 (\Delta CFSale_t/A_{t-1}) + \alpha_4 (\Delta CFSale_{t-1}/A_{t-1}) + \alpha_5 (CFCost_t/A_{t-1}) + \alpha_6 (CFTax_t/A_{t-1}) + \alpha_7 (CFOther_t/A_{t-1})] \tag{6}$$

首先通过模型(5)回归测算出  $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3 \cdots \alpha_7$ ,然后将测算出的系数值代入模型(6),计算出异常现金流 ACFO,再由 CFO 与 ACFO 的差表示分离出操控现金流之后的正常现金流,正常经营现金流除以平均资产总额,得到 CFOA,最后将计算出的 CFOA 代入回归模型(1),回归结果即表 6。

与表 4 和表 5 中整体数据回归结果相对照可以看出, $V_e \times CFOA$  的回归系数为 0.224 ( $t = 2.123, p < 0.05$ ),并且在 5% 的显著水平上,其他情况均不显著,表明只有在盈余为基本业绩指标的情况下,现金流的增量价值相关性与薪酬敏感度之间存在显著正相关关系,说明在调整了现金流之后,无论盈余还是现金流为基本业绩指标,盈余的价值相关性与薪酬敏感度之间不存在显著的相关关系,说明现金流操控对高管薪酬契约产生了重要影响,提高了盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系。换句话说,通过理论模型剔除了现金流量中的操控成分后,使用真正意义上的现金流回归得到的结果,只有

调整现金流指标后高管薪酬和绩效指标  
表 6 价值相关性回归分析表

Model	盈余为基本 业绩指标		现金流为基本 业绩指标	
	Beta	t	Beta	t
( Constant )		107.482		105.066
ROA	0.605 ***	2.778	0.591 ***	2.688
CFOA	-0.238	-1.132	-0.097	-0.415
$V_e(FV_e)$	0.095	1.324	0.105	1.466
$V_e(FV_c)$	-0.008	-0.109	0.057	0.876
$V_e \times ROA (FV_e \times ROA)$	-0.094	-0.835	-0.128	-1.235
$V_e \times CFOA (FV_e \times CFOA)$	0.224 **	2.123	0.153	1.593
$CFO_{persistence} \times ROA$	0.345	1.095	0.077	1.107
$CFO_{persistence} \times CFOA$	0.457	1.443	0.167 **	2.357
$EARN_{noise} \times ROA$	-0.698 ***	-4.664	-0.671 ***	-4.486
$EARN_{noise} \times CFOA$	0.115	1.108	0.062	0.597
$CFO_{noise} \times ROA$	0.386 ***	2.733	0.387 ***	2.769
$CFO_{noise} \times CFOA$	-0.275 **	-2.173	-0.241 *	-1.940
$TRADE_{cycle} \times ROA$	-0.401	-1.404	-0.056	-0.778
$TRADE_{cycle} \times CFOA$	0.418	1.437	0.018	0.206
Leverage $\times$ ROA	0.080	0.585	0.108	0.807
Leverage $\times$ CFOA	0.169	1.379	0.075	0.538
Adjusted R Square	0.232		0.228	
F Change	4.898		4.805	
Sig. F Change	0.000		0.000	
N	1077		1077	

注：\*, \*\*, \*\*\* 分别代表,10%,5%和1%的显著水平。

现金流的增量价值相关性与其薪酬敏感度之间存在显著正相关关系,并没发现盈余的价值相关性与盈余的薪酬权重之间有多少关联,我国上市公司高管薪酬表面上和盈余正相关,看似盈余的薪酬权重随盈余的价值相关性变动而变动,实际上存在很多操控成分。

5. 考虑大股东控制因素继续深入研究

长期以来,我国经济一直受通货膨胀影响,使企业盈余变相缩水,为了更加客观的反映企业盈余指标,本研究将通货膨胀率放入盈余指标 (Andrei Filip,2010),同时研究中国上市公司大股东控制(包括国有股、交叉持股)通过盈余影响价值相关性与高管薪酬的关系,因为大股东最有可能将自身利益与企业利益联系起来,也有能力控制企业盈余分配,影响高管薪酬,所以,我们调整了盈余指标 ROA,并将



大股东控制 (CLS) 设为虚拟变量与盈余、现金流价值相关性作交叉项进行回归分析,回归模型为方程 (7)、(8)。回归结果如表 7 所示:

考虑大股东控制后高管薪酬和绩效指标  
表 7 价值相关性回归分析表

Model	盈余为基本 业绩指标		现金流为基本 业绩指标	
	Beta	t	Beta	t
( Constant )		130.753		129.692
ROA	0.519 * *	2.076	0.517 * *	2.073
CFOA	0.180	0.640	0.128	0.447
V <sub>e</sub> (FV <sub>e</sub> )	0.082	1.178	0.069	0.959
V <sub>e</sub> (FV <sub>e</sub> )	0.042	0.738	0.073	1.298
V <sub>e</sub> × ROA (FV <sub>e</sub> × ROA)	0.281 *	1.860	0.289 * *	1.988
V <sub>e</sub> × CFOA (FV <sub>e</sub> × CFOA)	0.184 * *	2.177	0.168 *	1.804
CFOpersistence × ROA	-0.911 *	-1.658	-0.765	-1.355
CFOpersistence × CFOA	0.835	1.513	0.674	1.187
EARNnoise × ROA	-0.519 ***	-3.202	-0.509 ***	-3.133
EARNnoise × CFOA	0.058	0.439	0.051	0.391
CFOnoise × ROA	0.364 * *	2.433	0.354 * *	2.392
CFOnoise × CFOA	-0.363 * *	-2.302	-0.357 * *	-2.288
TRADEcycle × ROA	-0.079	-0.783	-0.084	-0.842
TRADEcycle × CFOA	0.131	1.278	0.121	1.176
Leverage × ROA	0.040	0.282	0.044	0.304
Leverage × CFOA	-0.217	-1.177	-0.157	-0.845
CLS × EPS	0.026	0.216	0.032	0.282
CLS × PZS × V <sub>e</sub> ( CLS × EPS × FV <sub>e</sub> )	0.232 *	1.728	0.236 *	1.870
Adjusted R Square	0.273		0.274	
F Change	5.316		5.338	
Sig. F Change	0.000		0.000	
N	1041		1041	

注: \*, \*\*, \*\*\* 分别代表,10%,5% 和 1% 的显著水平。

$$\log(\text{COMP}_i) = \gamma_0 + \eta_e(\text{ROA}_i) + \eta_c(\text{CFOA}_i) + \omega_e(\text{V}_{ei} \times \text{ROA}_i) + \omega_c(\text{V}_{ei} \times \text{CFOA}_i) + \text{O}_e\text{V}_{ei} + \text{O}_c\text{V}_{ei} + \sigma_e\text{control} \times \text{ROA}_i + \sigma_c\text{control} \times \text{CFOA}_i + \gamma_1(\text{CLS} \times \text{EPS}_i) + \gamma_2(\text{CLS} \times \text{EPS}_i \times \text{V}_{ei}) + u_i \quad (7)$$

$$\log(\text{COMP}_i) = \gamma_0 + \eta_e(\text{ROA}_i) + \eta_c(\text{CFOA}_i) + \omega_e(\text{FV}_{ei} \times \text{ROA}_i) + \omega_c(\text{FV}_{ei} \times \text{CFOA}_i) + \text{O}_e\text{FV}_{ei} + \text{O}_c\text{FV}_{ei} + \sigma_e\text{control} \times \text{ROA}_i + \sigma_c\text{control} \times \text{CFOA}_i + \gamma_1(\text{CLS} \times \text{EPS}_i) + \gamma_2(\text{CLS} \times \text{EPS}_i \times \text{FV}_{ei}) + u_i \quad (8)$$

考虑了大股东控制等因素后,CLS × EPS × V<sub>e</sub>

和 CLS × EPS × FV<sub>e</sub> 的回归系数分别为 0.232 (t = 1.728, p < 0.1) 和 0.236 (t = 1.870, p < 0.1), 处于 0.1 的显著水平上,说明大股东控制与盈余相互作用对业绩指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系有重要影响,而且 V<sub>e</sub> × ROA (t = 1.86, p < 0.1)、V<sub>e</sub> × CFOA (t = 2.177, p < 0.05) 以及 FV<sub>e</sub> × ROA (t = 1.988, p < 0.05) 和 FV<sub>e</sub> × CFOA (t = 1.804, p < 0.1) 的回归系数皆与高管薪酬显著正相关,表明薪酬绩效敏感度与盈余、现金流指标的价值相关性显著正相关。将盈余为基本业绩指标时,V<sub>e</sub> × ROA 和 V<sub>e</sub> × CFOA 的回归系数分别为 0.281 和 0.184,较之前的 0.088,0.071 有了显著的提高,在当现金流作为基本业绩指标时 FV<sub>e</sub> × ROA 和 FV<sub>e</sub> × CFOA 的回归系数分别是 0.289 和 0.168,依然有显著的提高,说明大股东控制和盈余的相互作用提高了会计业绩指标价值相关性与其薪酬敏感度之间的关系。这一部分的回归 R<sup>2</sup> 值分别为 27.3% 和 27.4%,与之前 12% 和 11.9% 的程度相比,考虑大股东控制后的回归也更有说明力度。

在我国还有一个重要因素和西方不同,国家干预政策明显重于西方,在很多行业国有控股起着主导作用。西方的成熟的研究都是基于资本主义下成熟的资本市场,而对于国有企业这一社会主义国家特有的组织形式的研究是不相同的,但是理论是共通的,国内的很多学者在进行高管薪酬与公司财务绩效关系的研究时很多都考虑了是否国家控股或者持股这一因素,只有少数文章专门研究国有控股上市公司的高管激励问题。因此本研究又细分为国有大股东控制和非国有大股东控制两类企业再次进行回归分析,回归结果即表 8。

从表 8 中可以看出 CLS × EPS × V<sub>e</sub> 的回归系数及显著性情况。在盈余为基本业绩指标下,国有大股东控制的企业 CLS × EPS × V<sub>e</sub> 回归系数为 0.542 (t = 1.831, p < 0.1) 显著为正,非国有大股东控制的企业不显著,而在现金流为基本业绩指标的情况下,回归结果恰恰相反,非国有大股东控制的企业 CLS × EPS × FV<sub>e</sub> 回归系数 0.208 (t = 2.244, p < 0.05) 显著为正。说明在我国国有大股东控制对企业盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系有重要影响,相比之下,非国有大股东控制对企业现

表 8 国有非国有对比高管薪酬和绩效指标价值相关性回归分析表

Model	盈余为基本业绩指标		现金流为基本业绩指标	
	国有大股东控制	非国有大股东控制	国有大股东控制	非国有大股东控制
	Beta	Beta	Beta	Beta
ROA	0.677 (1.483)	0.382 *** (2.701)	0.316(0.646)	0.434 *** (3.112)
CFOA	0.003(0.008)	0.095(0.616)	0.194(0.497)	0.074(0.463)
V <sub>e</sub> (FV <sub>e</sub> )	0.157 (1.447)	0.059 (1.108)	0.034(0.353)	0.040(0.721)
V <sub>e</sub> (FV <sub>e</sub> )	-0.128 ( -1.543)	0.091 * (1.899)	0.000(0.003)	0.083 * (1.757)
V <sub>e</sub> × ROA (FV <sub>e</sub> × ROA)	0.776 *** (3.236)	-0.062 ( -0.563)	0.552 ** (2.036)	-0.138 ( -1.317)
V <sub>e</sub> × CFOA (FV <sub>e</sub> × CFOA)	0.123 (0.845)	0.035 (0.563)	0.090(0.538)	0.047 (0.721)
CFOpersistence × ROA	-0.367 *** ( -2.675)	-0.266 * ( -1.952)	-0.408 *** ( -2.933)	-0.263 * ( -1.940)
CFOpersistence × CFOA	.304 ** (2.078)	0.205 (1.502)	0.369 ** (2.500)	0.204 (1.501)
EARNnoise × ROA	-0.243 ( -0.883)	-0.323 *** ( -3.992)	-0.236 ( -0.767)	-0.329 *** ( -4.089)
EARNnoise × CFOA	-0.227 ( -0.970)	-0.004 ( -0.063)	-0.248 ( -1.021)	-0.006 ( -0.094)
CFOnoise × ROA	0.103 (0.464)	0.047 (0.458)	0.227(0.998)	0.053 (0.520)
CFOnoise × CFOA	0.028 (0.100)	-0.225 * ( -1.877)	-0.139 ( -0.479)	-0.224 * ( -1.875)
TRADEcycle × ROA	-0.003 ( -0.024)	0.201 (0.888)	-0.030 ( -0.204)	0.208 (0.922)
TRADEcycle × CFOA	0.158 (1.077)	-0.185 ( -0.818)	0.141 (0.930)	-0.194 ( -0.858)
Leverage × ROA	0.419 ** (2.246)	-0.007 ( -0.080)	0.537 *** (2.718)	-0.013 ( -0.147)
Leverage × CFOA	-0.209 ( -0.810)	-0.050 ( -0.437)	-0.252 ( -0.938)	-0.038 ( -0.325)
CLS × EPS	-0.211 ( -0.753)	0.148 (1.618)	-0.031 ( -0.105)	0.094 (1.119)
CLS × EPS × V <sub>e</sub> (CLS × EPS × FV <sub>e</sub> )	0.542 * (1.831)	0.112 (1.099)	0.352 (1.100)	0.208 ** (2.244)
Adjusted R Square	0.553	0.205	0.531	0.210
F Change	6.879	6.076	6.287	6.266
Sig. F Change	0.000	0.000	0.000	0.000
N	421	620	421	620

注：\*，\*\*，\*\*\* 分别代表,10%，5%和1%的显著水平。

金流业绩指标的价值相关性与其薪酬敏感度之间的影响更明显。

具体分析会计业绩指标与价值相关性对高管薪酬的影响时,发现国有大股东控制的企业  $V_e \times ROA$  和  $FV_e \times ROA$  的回归系数 0.776 (t = 3.236, p < 0.01)、0.552 (t = 2.036, p < 0.05) 都与高管薪酬显著正相关,而非国有大股东控制的企业,不论  $V_e \times ROA$ 、 $FV_e \times ROA$  还是  $V_e \times CFOA$ 、 $FV_e \times CFOA$ , 关系都不显著,说明国有大股东控制的企业盈余的价值相关性与盈余的薪酬敏感度显著正相关,即盈余的薪酬权重随盈余指标的价值相关性变化而变化,在非国有大股东控制的企业薪酬绩效敏感度与业绩指标价值相关性的关系不显著。

此外,从表 8 中还发现一个有意思的现象,ROA 的回归系数在国有大股东控制的企业都不显著,在

非国有大股东控制的企业都与高管薪酬显著正相关 (分别为 0.382 (t = 2.701, p < 0.01) 和 0.434 (t = 3.112, p < 0.01), 且处于 1% 的显著水平。暗示在国有大股东控制的企业,高管薪酬并不一定和盈余完全挂钩,在非国有大股东控制的企业,高管薪酬与企业盈余联系密切。

综合表 7 和表 8 的分析,可以得出:大股东控制和盈余的相互作用提高了会计业绩指标价值相关性与其薪酬敏感度之间的关系,具体来说,国有大股东控制对企业盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系有重要影响,国有大股东控制的企业,盈余的价值相关性与盈余的薪酬敏感度显著正相关,但高管薪酬水平并不一定和企业盈余一致;非国有大股东控制则对企业现金流业绩指标的价值相关性与其薪酬敏感度影响更明显,尽管如此,在非国有大股

东控制的企业,会计业绩指标的价值相关性与其薪酬敏感性的关系并不显著,但高管薪酬和企业盈余正相关。

五、结论

1. 我国上市公司盈余的价值相关性高于现金流的价值相关性。

2. 我国上市公司盈余、现金流两种业绩指标的价值相关性均与其薪酬敏感度(薪酬权重)存在显著正相关关系,即与假设一致。但分阶段讨论时,2003—2006 年间,我国上市公司盈余指标的价值相关性与其薪酬敏感度显著正相关,在后期 2007—2011 年数据的回归,现金流指标的价值相关性与其薪酬敏感度显著正相关。

3. 剔除现金流操控因素后,只有在盈余为基本业绩指标的情况下,现金流的增量价值相关性与薪酬敏感度之间存在显著正相关关系,盈余的价值相关性与薪酬敏感度之间不存在显著的相关关系,说明现金流操控提高了盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系。

4. 大股东控制和盈余的相互作用提高了会计业绩指标价值相关性与其薪酬敏感度之间的关系。具体来说,国有大股东控制对企业盈余指标的价值相关性与薪酬敏感度之间的关系有重要影响;非国有大股东控制则对企业现金流业绩指标的价值相关性与其薪酬敏感度影响更明显。

[注]

①为获得盈余和现金流之间出于估值与薪酬目的的对权重,我们参考 Rajiv D. Banker(2009)、Feltham and Xie (1994)的研究框架和模型,作图表示中国上市公司 2001 至 2011 年间盈余和现金流的相对估值权重和相对薪酬权重。分析在不同情形下业绩指标估值权重与薪酬权重可能存在的相关关系。

首先,我们从以下模型逐年回归得到盈余的估值权重( $\alpha_1$ )和现金流的估值权重( $\alpha_2$ ):

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 CPS_{i,t} + \alpha_3 BPS_{i,t} + e_{i,t}$$

$P_{i,t}$ 是公司  $i$  第  $t$  个财务年度结束后第三个月末的股份;  
 $EPS_{i,t}$ 是公司  $i$  第  $t$  年的每股盈余;  
 $CPS_{i,t}$ 是公司  $i$  第  $t$  年的每股现金流量;  
 $BPS_{i,t}$ 是公司  $i$  第  $t$  年的每股账面价值。

然后从下面的模型逐年回归得到盈余的薪酬权重( $\beta_1$ )和现金流的薪酬权重( $\beta_2$ ):

$$\log( COMP_{i,t} ) = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 CPS_{i,t} + e_{i,t}$$

$COMP_{i,t}$ 是公司  $i$  第  $t$  年的前三名高管薪酬总和。

我们将  $\alpha_2/\alpha_1$  定义为现金流对盈余的相对估值权重,将  $\beta_2/\beta_1$  定义为现金流对盈余的相对薪酬权重。

参考文献:

[1] 毕晓方,周晓苏. 盈余质量对会计信息报酬契约有用性的影响及股权特征的交互作用分析[J]. 中国会计评论, 2007,(05).

[2] 蔡祥,关穗莹,邹海峰. 企业跨国经营与会计盈余的价值相关性[J]. 财会通讯, 2011,(33):27-29

[3] 陈晓,陈小悦,刘钊. A 股盈余报告有用性研究[J]. 经济研究,1999,(06):21-28.

[4] 李增泉. 激励机制与企业绩效[J]. 会计研究, 2000,(01).

[5] 刘永泽,孙翥. 我国上市公司公允价值信息的价值相关性[J]. 会计研究,2011,(02):16-22.

[6] 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.

[7] Daniel Cohen, Masako Darrough, Tzachi Zach. Warranty Reserve: Contingent Liability, Strategic Signal, or Earnings Management Tool? [J]. The Accounting Review, 2011 (86): 569-604.

[8] Nwaeze, E., S. Yand, Q. Yin. Accounting Information and CEO Compensation: The Role of Cash Flow in the Presence of Earnings[J]. Contemporary Accounting Research, 2006 (23): 227-66.

[9] Ohlson, J. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation [J]. Contemporary Accounting Research, 1995: 661-87.

[10] Ohlson, J. On Transitory Earnings[J]. Review of Accounting Studies, 1999 (4): 145-62.

[11] Rajiv Banker, Rong Huang, Ram Natarajan. Incentive Contracting and Value - Relevance of Earnings and Cash Flows [J]. Journal of Accounting Research, 2009 (47):767-797.

[12] Yan Wendy Wu. Optimal Executive Compensation: Stock Options or Restricted Stocks[J]. Forthcoming at International Review of Economics & Finance, (2011).

(责任编辑:刘 军)