

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15520071150042

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

房地产上市公司高管薪酬影响因素分析

The Contributing Factors of Senior Management

Compensation: Evidence from Listed Realty Companies

陈悠然

指导教师姓名: 魏立萍教授

专业名称: 劳动经济学

论文提交日期: 2010年 04月

论文答辩时间: 2010年 月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010年 04月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

在知识经济的今天，企业之间的竞争实际上是人才之间的竞争，高管尤其是优秀的高管已成为企业的核心资源，鉴于高管人力资本的特殊性，如何有效地激励、吸引高管进而增进企业的利益已成为企业发展的关键，高管薪酬正是起着这样一种作用。

20 世纪 80 年代以来，高层管理人员薪酬激励问题成为国外学者研究的热点，这方面的实证文章层出不穷。公司高管其人力资本的价值在企业经营管理过程中有着举足轻重的作用，直接关系到企业核心竞争力的构建和发展，如何有效吸引高级人才，并提高其效率、避免“代理失灵”等消极现象，一直是经济学和管理学界学者讨论的热点，高管薪酬影响因素研究则是其中重要的一个课题。自从 1998 年国家规定上市公司披露高管领薪信息以来，我国上市公司高管薪酬情况逐步被揭开了面纱，虽然直到目前仍然很难说数据披露的透明和准确度如何，但这些数据对分析高管薪酬的影响因素有了新的认识。

本文在总结、借鉴前人实证性和规范性研究成果的基础之上，以我国房地产上市公司高管薪酬为研究对象，对房地产上市公司高管的薪酬结构及薪酬激励机制问题展开了研究，采用定性与定量相结合的分析方法。结合我国上市公司的国情特征，提出可能影响高层管理人员薪酬的因素，据此建立一个多元线性回归模型，通过使用上市公司年报公开数据进行回归分析，最终确定薪酬的影响因素并提出了合理安排高管薪酬结构和薪酬激励机制的思路。本文创新处以房地产行业上市公司为样本，高级管理层的个人特征也包含在指标中进行实证研究。

但是，受制于学识水平和时间精力，本文在数据的搜集和变量的设计方面还存在缺陷，数据分析的深度和广度存在一定缺陷，对实证结果有一定的影响。另外，本文的理论分析深度还有待进一步的加强。这都是笔者在今后的研究中需进一步解决的问题。

关键词： 高级管理层 薪酬 企业绩效

Abstract

In knowledge economy era, the competition among enterprises in essence is the competition of person with ability; executive especially excellent executives become the core resource of modern enterprises, because of the particularity of executive human capital, how to motivate, attract executive and enhance the profits of enterprises is key to development of enterprises, furthermore, top-management compensation has this effect.

Since the 1980s, senior management salary motivation has become a hot issue with the evidence articles emerging. Since the 1980s, senior management incentive pay has become a hot foreign scholar, the evidence emerging article. The human capital value of company executives had a great effect on corporate construction and development. It has direct influence on the core competence. How to establish an effective system of encouragement to attract and motivate senior management to work positively rather than negatively (like agency-failure) is a hot topic for many scholars in circles of economics and management all along. Study of senior management compensation is an important branch in this. Since 1998 China provides that listed companies to publish executives' salary information, the situation of China's listed companies in pay has gradually been unveiled, although still hard to say whether the data is transparent and accurate , we have a new understanding of the executive pay's impact factors when we analyze these data.

The thesis make a detailed research about the compensation structure and compensation encouragement mechanism .In concluding this paper, learn from their predecessors empirical and normative on the basis of research results, with the national conditions of China's listed companies characteristics, which might affect the pay of senior management, thus the establishment of a multiple linear regression model, through the use of Report publicly listed company data regression analysis, the impact of final salary and incentive effect of factors. Then bring to a solution to

arranging the compensation structure and encouragement mechanism.. Finally, the study found that issues policy recommendations. However, the level of subject knowledge and time and energy, the paper in the collection of data variables still exist in the design defects.

However, because of the limit of knowledge, the time and the effort, the deficiencies to collect the data and design variables still exist. The depth and breadth of data analysis have some defects, too. Those affect the empirical results to some extent. In addition, the depth of theoretical analysis in this article needs to be further strengthened. Those are the aspects that I should improve in the future study.

Key Words: Senior management; Executive compensation; Corporate performance

目 录

摘 要	I
Abstract	II
目 录	IV
Table of Contents	VI
第一章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 论文结构	2
1.3 主要创新点	3
第二章 理论探究与文献综述	4
2.1 文献回顾	4
2.1.1 国外相关研究	4
2.1.2 国内相关研究	9
2.2 理论基础	11
2.2.1 人力资本理论	11
2.2.2 委托代理理论	15
2.2.3 激励与期望理论	18
2.3 薪酬结构分析	19
2.3.1 基本工资的确 定	19
2.3.2 年度奖金	20
2.3.3 福利计划	21
2.3.4 长期激励	22
2.3.5 延迟报酬	23
第三章 房地产行业上市公司高管薪酬分析	24
3.1 我国房地产行业薪酬现状概述	24

3.2 变量的选取及假设	26
3.3 变量设计及模型	29
3.4 描述性分析	29
3.5 计量分析	35
3.6 实证分析结论	39
第四章 对策与建议	42
4.1 对策与建议	42
4.1.1 加强高管薪酬披露	42
4.1.2 加强公司治理，防范高管道德风险	43
4.1.3 完善董事机制，防止高管损害公司利益	44
4.1.4 完善高管人员薪酬制度	45
4.1.5 建立相应的薪酬委员会	46
4.2 本文的局限性	47
参 考 文 献	48
致 谢	52

Table of Contents

Abstract in Chinese	I
Abstract in English	II
Contents in Chinese	IV
Contents in English	VI
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Significance	1
1.2 Paper Structure	2
1.3 Main Innovations	3
Chapter 2 Inquiry of Theory	4
2.1 Literature Review	4
2.1.1 Foreign Studies	4
2.1.2 Domestic Research	9
2.2 Theoretical Basis	11
2.2.1 Human Rescouse Theory.....	11
2.2.2 Principal—Agent Theory.....	15
2.2.3 Theory of Motivation and Expectance	18
2.3 Pay Structure Analysis	19
2.3.1 Determination of Basic Wage	19
2.3.2 Annual Bonus	20
2.3.3 Welfare Programs	21
2.3.4 Long-term Incentive	22
2.3.5 Delay Compensation	23
Chapter 3 The Status and Analysis of the Executives Pay in Real Estate Listed Companies	24

3.1 Brief Overview of China’s Real Estate Industry	24
3.2 Selection and Assumptions of Variables	26
3.3 Variable Design and Models	29
3.4 Descriptive Analysis	29
3.5 Quantitative Analysis	35
3.6 Empirical Analysis Conclusions	39
Chapter 4 Conclusions	42
4.1 Strategies and Recommendations	42
4.1.1 Standardizing Executives Income ,Strenthening Pay Disclosure	42
4.1.2 Strengthening Corporate Governance,Preventing Moral Hazard	43
4.1.3 Improving the Mechanism of Directors,Preventing the Executives from Harrying Corporate Interest	44
4.1.4 Improving Executives Income System	45
4.1.5 Establishing the Remuneration Committee.....	46
4.2 Limitation of This Article	47
Reference	48
Acknowledgement	52

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

自1998年国家规定上市公司披露高管领薪信息以来,我国上市公司高管薪酬状况逐步被揭开面纱,虽然目前这些数据披露的透明度和准确度仍难以保证,但这些数据对分析高管薪酬的影响因素有了新的认识。

作为企业经营的驾驭者,高管一定程度上操控了企业的发展方向与生存状态。合理的薪酬结构有利于高管履行职能,提高高管忠诚度,避免优秀管理者不满现状导致的人才流失,同时也为人才提供具有吸引力的薪酬。

学术界和实践界对企业家激励理论的研究近年来逐渐增多。由于企业高管经营管理人员的工作主要是决策、计划和人力资源开发,工作的直接成果主要是主意、指令、宗旨、目标、规范、制度,是软性的、无形的。同时其努力程度、能力、风险态度、投资和决策正确性等内涉变量和之后显示变量囿于信息、时间和空间的限制,因而很难及时用简单的考核指标来衡量。其次,企业经营者的劳动成果具有非常复杂的背景和归因。可观测变量(如利润率、总资产、每股收益、产量、成本、生产率等)的特性或根源往往不是一维而是多维的,企业经营管理工作量是个复杂动态的系统,可察因素往往是多维因素而非线性作用的结果。这时必须平衡各方面的因素,进行恰到好处的激励决定着激励机制的制定、激励资源的合理导向和配置。再次,企业经营者的劳动成果——企业业绩,不仅隐含着非常复杂的背景(如努力程度、风险偏好、能力等),而且还会受到不少非经营者所能控制因素的影响(如在计划经济和市场经济的混合体制下由于企业目标多元化和行政指令的干涉而导致的激励不准确、不规范、不公平和证券市场投机行为等)。因此,对于企业经营者的激励和诱导日益成为现代激励理论的研究重点。

对高管薪酬影响因素的分析能够从实践中找到薪酬治理的模式,考量的依据,作为今后高管薪酬的设计、制定、实施等一系列行为的理论基础和出发点。进行公司高管薪酬水平的影响因素研究在非对称信息条件下行为人的利益关系。企业股东为保护自己的利益,就必须对管理者设置适当的薪酬激励机制以激发管理人员的积极性,并在支出一定监督成本的条件下,限制管理人员的偏离行为、

控制代理风险，使代理成本最大化，而这也是企业高管薪酬管理所关注的问题。委托代理理论被认为迄今从经济学领域研究激励问题最有效、最通用的工具，也是目前创建高管激励与绩效激励规划模型、设计最有激励合约的主要理论基础。

在对高管薪酬水平影响因素研究方面，代理理论关注的是薪酬合约的建立与企业绩效的优劣。一方面，代理理论认为薪酬合约能够使股东价值最大化，其最优合约设计方法遵循了完全合约的思想；另一方面，在薪酬高低水平的问题上，代理理论认为，股东为了减少经营管理者自利行为产生的代理成本，就将企业绩效与管理与薪酬水平相联系，由股东来决定薪酬合约如何设计，使得企业业绩成为决定薪酬水平最基本因素，这是联系股东利益与管理者利益的基本方式。有效的薪酬设计与管理，能够促使代理人将实现公司价值最大化作为活动的目标。

在已经建立现代企业制度、以市场为导向的上市公司中，他们的高管薪酬与企业绩效是否存在正相关关系，薪酬制定是否与高管个人特征有关等等问题值得我们深入探究。

文中所涉及到的高管，主要指公司董事会成员包括董事长、总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书、独立董事及监事会成员等上市公司年度财务报告中披露的在公司领取报酬的人员。股票期权收入也列入国外高管薪酬。在我国，资本市场与西方发达国家的健全和发展程度相比，还在初级阶段。股票期权远未普及，公司年报中披露的高管报酬主要包括工资和奖金等货币收入，对于其他的激励形式，诸如职位升迁、社会地位、荣誉、个人成就感等不易观察的非量化因素，本文将不纳入考察范围。

本文在文献综述的基础上，以我国房地产上市公司为研究样本，具体地考察了我国房地产上市公司高管人员薪酬的现状及其影响因素。进而在理论上为我国企业高管人员薪酬制度改革提供了比较坚实的实证基础，同时也在实践上也为各企业制定具体的管理者薪酬制度提供了决策的依据。

1.2 论文结构

本文研究内容安排如下：

第一章是绪论，主要介绍本文的研究背景和意义、研究内容安排以及本文的创新之处。

第二章主要分为文献综述和理论分析两部分。第一部分主要包括国内外对企业高管薪酬影响因素的理论分析和实证研究成果。第二部份主要包括委托代理关系、人力资本研究、高管薪酬组成分析等理论基础。

第三章是实证研究，主要用实证分析我国房地产行业上市公司的高管薪酬与企业绩效、个人因素的相关性，包括房地产行业上市公司变量选择、研究方法、假设及模型构建、计量分析、研究结论等部分。

第四章是对策与建议，包括对策建议及本文的局限性部分。

1.3 主要创新点

1.样本的选取。本文是以 2009 年底之前在房地产行业上市的公司为研究对象。国内学者长期以来对上市公司管理层薪酬激励的研究主要集中全行业上市公司，而对于房地产行业上市公司这一支中坚力量的研究则较为缺乏。

2.研究思路的创新。学界对上市公司高管薪酬的研究大多将其与公司业绩联系起来，是从公司的角度来分析问题；而本文还将高管薪酬与高管个人特征联系起来研究他们之间的关系，从人力资本的角度来分析问题。

3.研究内容的创新。在采用传统的财务指标的基础上，使用一些过去研究中较少用的指标进行实证研究，例如：高管的性别、学历等。

第二章 理论探究与文献综述

2.1 文献回顾

20世纪80年代和90年代，管理者薪酬成为学术研究的重要领域。关注高管薪酬的学术论文从1985年以前的每年1-2篇增加到1995年的每年60篇。范围涉及会计学、财务学、管理学、数理经济学、产业经济学、劳动经济学和组织行为学等。管理者薪酬研究上的突飞猛进是由于：第一，针对20世纪70年代中期的代理理论为最优薪酬合约的研究提供了一个坚实的理论基础；第二，在一些发达国家可以得到有关管理者薪酬的公开数据，这为分析管理者薪酬的许多核心问题，如激励、边际生产力、合约、提升、两职分离和职业生涯等提供了一个丰富的数据环境；第三，CEO薪酬的膨胀吸引了研究者的广泛关注，激发了增加管理者薪酬研究的要求；第四，高管是企业生产函数至关重要的和可以观测的要素投入，揭示他们的作用可以丰富人们对激励和组织的理解。

管理者薪酬的相关内容的主要文献涵盖了管理者薪酬的理论基础、管理者薪酬与企业绩效、相对绩效评价、管理者薪酬的决定因素、管理者薪酬的效应、管理者薪酬合约中的会计度量。以美国为代表的一些西方国家强化了信息披露的规则，使研究者有更多的机会得到最新的管理者薪酬数据，来检验不断发展的薪酬理论。

2.1.1 国外相关研究

(1) 结论为企业绩效与薪酬相关性弱的文献

最早关于高管薪酬与企业绩效的关系问题的研究由Taussings和Baker（1925）完成，结论表明高管薪酬水平与企业绩效之间的关系很弱。该调查结果与他们设想的相差过多，必须进行更多的研究来检验那些可以预测企业经营者报酬的其它变量。在接下来研究中，对管理者尤其是高管报酬的研究已引起经济学家、心理学家、人力资源管理专家和企业战略规划者的广泛关注。

早期的研究往往认为高管薪酬与企业业绩之间不相关或相关性很小。如Rappaport（1978）研究发现薪酬与绩效之间存在很弱的联系。Abord在分析一年间美国企业的管理者基础上得出现金报酬与经济和市场收益显著相关但与企业

绩效检验弱相关这一结论。Cregg (1993), Conyon (1995) 的研究也表明二者的相关性很弱。Conyon和Gregg (1994) 对170位英国董事长的分析, 得出结论薪酬决定中销售的增加比绩效更重要, 上市公司经理人员的收入变动一直呈上升趋势, 而其绩效却是波动的。Basu Sharma和Anthony (2000) 对加拿大和澳大利亚的公司进行研究, 发现管理人员的薪酬更多地决定于公司收入增长而不是利润增长。

(2) 结论为企业绩效与高管薪酬正相关的文献

Lewellen和Huntsman (1970) 针对当年财富100强中的50家公司, 使用1942-1963年间代理说明文件中的数据进行分析, 得出会计利润在决定管理者薪酬上具有重要的影响作用, A.T.Coughlan和R.C.Schmidt利用1978-1982年间的149个公司的数据, 研究了这些公司CEO薪酬水平与企业绩效之间的关系, 所得结论为薪酬变化与公司股票价格呈正相关关系 (1985)。

Coughlan和Schmidt两人是最早使用福布斯排行榜所公布的企业高管薪酬数据来做研究的学者之一, 随后这种选用杂志排名企业为研究对象的研究方法被广泛运用。Baker、Jesen、Murphy、Kostiuk (1990) 等通过追踪1974年至1986年间公布在《福布斯》杂志上的被调查管理人员。通过建立一元线性模型, 估计了报酬——绩效的敏感系数, 得出的结论是公司价值变化1000美元, 使经理的综合报酬 (不含有赠予的股票期权和行使股票期权所得的收益) 的变化是3.3美分, 考虑了股票期权和股票出售之后, 这一比例提高到2美元。

Mangel和Singh (1993) 取1988年100家工业企业, 以现金报酬为自变量, 股本、销售额净资产收益率等为因变量, 回归结果得出现金报酬和股本、净资产收益率正相关。Mcguire、Chiu、Elbeing在1953-1959年间分析了45家大企业, 发现企业销售额和报酬之间有正相关关系。Iscell和Carroll分别在1970-1971年间和1973-1976年间, 对230家工业企业作了分析, 发现报酬和销售增长及成本控制有正向关系。通过分析1964-1981年间的73家美国制造商, Murphy提出了市场收益与现金报酬正相关。Brian J.Hall和Jeffrey B.Liebman (1998) 利用美国上百家公众持股的最大商业公司近15年的数据, 对这些公司的管理者薪酬与企业绩效之间的关系进行实证研究后, 得出管理者薪酬水平与企业绩效强相关的结论, 同时还发现这种相关性几乎完全是由于高管所持的股票和股票价值的变化所引起的。他

们认为，之所以得到不同的结论，主要是由于研究期间高管人员所持股票数量增加，企业经营者的薪酬水平和企业绩效对企业经营者的薪酬敏感程度明显增大。这说明当企业经营者薪酬结构中股票期权的比重增大后，企业经营者薪酬和企业绩效的相关性显著增加。

事实确实如此，自1980年起企业管理层所持股票数量均出现了大幅增加。在此之后，很多研究都显示高管薪酬与企业绩效是正相关关系的，并有不断增强的趋势。Hall和Liebman强调，即使当薪酬绩效敏感度较小时，股东收益适度变化导致管理者财富较大的波动。然而尽管诸如管理者风险厌恶、企业规模和波动等因素可以解释低的薪酬绩效敏感度，但这些因素实际上加重了而不是减轻了管理者与股东之间的利益冲突。

Core.J.、R.Holthausen和Larcker.D.（1999）通过对公司治理结构、CEO报酬及公司绩效关系的研究，发现治理结构不够有效的公司，CEO报酬偏高。他们的实证研究显示，CEO的报酬随着公司董事会规模的增大而增大，随着董事会中由CEO任命的外部董事所占百分比数量的增大而增大，随着董事会中灰色外部董事（gray outside directors）、超过69岁的外部董事所占百分比的增大而增大，随着CEO所占公司股权比例的增大而减少。显示治理结构与CEO报酬具有较大的相关性。

Rosen（2001）关于公司经营管理人员薪酬实证研究的分析结论是：在高管薪酬与企业业绩关系方面，经营管理人员的薪酬水平对公司股票收益的弹性处于0.10-0.20之间，也就是说若公司股票收益率从10%上升到20%，该企业经营管理人员的薪酬水平将提高约1%。

Takao Katoa, Woochan Kimd与Ju Ho Lee（2007）通过246间韩国的股份公司自1998到2001年以来的面板数据，发现韩国高管的现金薪酬与股票的市场表现明显相关，其敏感程度与美国日本差不多。进一步分析表明，这种总体上显著的高管收入与股票市场表现的联系是由韩国非大型企业所引起的，对于大型企业，这种联系并不存在。这个情况在最近韩国的大财团改革过程中依然存在。

Katherine Campbella , Derek Johnstonb , Stephan E.Sefcick 与 Naomi S.Soderstrom（2007）的研究表明如果公司绩效的表现比行业最佳表现低的时候，高管将面临潜在的非财务的严酷的个人利益受损风险。他们检验了CEO薪酬与伴

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库