

财会月刊

AIKUI YUEKAN 邮发代号:38-2

本刊学术顾问所在单位

- | | | |
|--------|------|-----------|
| 财政部 | 北京大学 | 中国注册会计师协会 |
| 国家审计署 | 清华大学 | 中国总会计师协会 |
| 中国会计学会 | 复旦大学 | 中国内部审计协会 |
| 中国人民大学 | 南京大学 | 北京国家会计学院 |
| 华中科技大学 | 武汉大学 | 中南财经政法大学 |
| 西安交通大学 | 厦门大学 | 上海财经大学 |
| 华南理工大学 | 中山大学 | 西南财经大学 |
| 北京交通大学 | 南开大学 | 东北财经大学 |
| 对外经贸大学 | 四川大学 | 中央财经大学 |
| 首都经贸大学 | 湖南大学 | 天津财经大学 |
| 北京工商大学 | 暨南大学 | 江西财经大学 |
| 武汉理工大学 | 西北大学 | 南京财经大学 |
| 上海理工大学 | 兰州大学 | 广东财经大学 |
| 中国海洋大学 | | |



2014.5上

查看版面大图

版面导航

- 学术交流
- 改革探索
- 工作研究
- 审计园地
- 案例分析
- 会计电算化
- 说法谈规
- 参考借鉴
- 疑难解答
- 会计考试

学术交流

- 高管薪酬对公允价值变动损益的敏感性
- 历史成本与公允价值的对立统一关系
- 我国企业碳排放权交易会计政策研究

文章检索: 检索标题 检索内容

2014年第9期
总第685期

财会月刊(上)

学术交流

高管薪酬对公允价值变动损益的敏感性

【作者】

余海宗 (博士生导师) 张攀

【作者单位】

(西南财经大学会计学院 成都 611130)

【摘要】

【摘要】本文从中国平安“高管高薪”事件入手,结合我国制度环境下公允价值运用背景,分析高管薪酬对不同盈余项目的敏感性。研究发现:①高管薪酬对不同盈余项目的敏感性存在差异,由于委托人的非理性,高管薪酬对于含有公允价值变动损益的盈余项目具有更高的业绩敏感性;②市场低迷(金融危机)时期,高管薪酬对含有公允价值变动损益的盈余项目并没有如前人所述的“粘性”;③高管薪酬对不同金融资产项目的公允价值变动损益的敏感性存在差异,对中国平安而言,最敏感的项目是衍生金融工具,其次是交易性金融资产,然后是可供出售金融资产。

【关键词】 高管薪酬 公允价值变动损益 业绩敏感性

高管薪酬和公允价值变动损益相关研究一直都是研究热点,但是我们发现这些研究以大数据研究为主,其回归样本基本都剔除了金融行业,而金融行业的高管薪酬一直存在居高不下的现象(比如中国平安马明哲的千万年薪、国泰君安百万年薪事件),而且FVA(公允价值会计)对金融行业的影响最为显著。因此,本文通过中国平安的案例,从公允价值变动损益的角度,关注高管薪酬对盈余分项目的业绩敏感性,试图进一步丰富高管薪酬与公允价值变动损益的研究。

一、案例背景和理论分析

考察高管薪酬与公允价值计量之间的关系,一方面根据FAV的思路,引入公允价值变动损益区分业绩总额层次,拓宽高管薪酬敏感性的研究;另一方面,从高管薪酬视角解读公允价值计量模式,进一步丰富公允价值的研究。

1. 高管薪酬与公允价值变动损益——理性委托人。高管薪酬作为解决委托代理问题的有效方式,其效果取决于高管薪酬与公司业绩变化相关度(高管薪酬敏感性),而这种业绩变化应该是管理层因素导致的,而非管理层因素(市场因素、资金优势、市场地位等)无关。高管薪酬与公司业绩变化的相关性越高,委托人薪酬激励的方式越有效,越能解决委托代理问题带来的道德风险和逆向选择。反之,则表明高管薪酬并不能有效激励管理层履行代理责任。在理性委托人的假设前提下,高管薪酬一般与公司业绩存在较高的敏感性,因为委托人认为管理层应该对公司的业绩变化负责,因此对业绩总额赋予较高的激励系数。

在业绩总额分层的背景下,由于公允价值变动损益更多地与非管理层因素相关,所以高管薪酬与公允价值变动损益的敏感性应该较低。与非公允价值变动损益项目相比,公允价值变动损益是由于公司金融资产市场价值变化导致,因此更多地受到公司市场优势地位和资本市场系统风险的影响。所以,如果委托人是理性的,它应该清楚公司市场优势地位和资本市场系统风险等非管理层因素影响了盈余,因此应该赋予公允价值变动损益较低的激励系数。另外,公允价值变动损益的“未实现性”也会导致高管薪酬与公允价值变动损益敏感性较低。

综上所述,我们提出命题1:高管薪酬对不同盈余项目的敏感性存在差异,但对含有公允价值变动损益的盈余项目,高管薪酬具有更低的业绩敏感性。

2. 高管薪酬与公允价值变动损失——业绩归因的自利性。业绩有正负,往往高管在业绩为正时能得到更多薪酬,在业绩为负时高管薪酬也就相应减少,但是高管薪酬对盈余业绩正负的敏感性却不尽相同。根据业绩归因理论(孙慧莉,2013),管理层对

上市公司的业绩归因存在自利性倾向——在公司业绩好时，将公司业绩尽可能归因于经理人工作努力，以求得股东的信任和奖赏；而在公司业绩不佳时，从外部环境中寻找借口，以逃避管理责任。由于业绩归因的自利性，单位业绩收益引起的管理薪酬增加幅度，要大于单位业绩损失引起的管理薪酬减少幅度。另外，实证研究发现高管薪酬与收益和损失之间的“奖多惩少”的粘性具有显著性。Gaver (1998) 发现，在业绩增长时经理层获得了额外的奖金，但在业绩下降时却没有受到丝毫的惩罚。公允价值变动损益作为盈余项目之一，高管薪酬应该对公允价值变动收益和公允价值变动损失也存在“粘性”。基于此，Manchiraju (2011) 通过对美国油气行业的实证分析发现，相较于衍生金融工具引起的公允价值变动损失，高管薪酬对衍生金融工具引起的公允价值变动收益更具敏感性，且高管薪酬对该收益的敏感性是损失的三倍。所以，笔者认为当公允价值变动损益为负时，高管薪酬的减薪调整幅度较小，此时高管薪酬与公允价值变动损失存在弱相关性。

综上所述，我们得出命题2：市场低迷（金融危机）时期，高管薪酬对含有公允价值变动损益的盈余项目的敏感性减弱。

3. 高管薪酬与不同金融资产项目的公允价值变动损益。“衍生金融资产（或负债）”、“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”、“可供出售金融资产”和“投资性房地产”这四类资产价值变化涉及公允价值变动损益项目。但是高管薪酬对不同金融资产项目的公允价值变动损益的敏感性却不尽相同。

虽然总体上高管对引起公允价值变动损益的不同项目具有直接的决策权，但是针对不同项目引起的公允价值变动，高管薪酬与该项目的业绩敏感性也会存在差异。首先对于“衍生金融工具”，其对冲行为一般来讲具有某种特殊目的，但是增加了风险。

Manchiraju (2011) 发现高管薪酬与衍生金融工具引起的公允价值变动损益直接的敏感性要弱于高管薪酬对其他盈余项目的敏感性。其次对于“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，以交易性金融资产为例，张金若 (2013) 通过回归分析发现高管薪酬对交易性金融资产引起的公允价值变动损益没有显著影响。但是由于数据获取的限制，并未考虑可供出售金融资产对损益的影响，而我国上市公司可供出售金融资产在年报中对资产与权益的影响是超过交易性金融资产的（杨荣彦2010）。所以，即便可供出售金融资产公允价值变动损益并未计入公允价值变动损益，但是由于其数量偏大，而且处置时也会将其持有收益转入公允价值变动损益，所以有必要将其作为单独项目研究。最后，对于“投资性房地产”，我国拥有投资性房地产的上市公司仅有不到3%选择以公允价值对投资性房地产进行计量，因此不将“投资性房地产”纳入对不同项目引起的公允价值变动研究。

综上所述，我们提出命题3：高管薪酬对不同金融资产项目公允价值变动损益的敏感性存在差异，尤其是衍生金融工具、交易性金融资产以及可供出售金融资产。

二、案例介绍

本文选取的研究案例是中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”）（中国平安H：002318；中国平安A：601318），对其进行研究的主要是基于以下考虑：①中国平安董事长兼首席执行官马明哲先生在金融危机（2007年）“千万年薪”引起媒体和大众对高管薪酬的关注，2012年保险业高管薪酬前十位中平安占八席再次将中国平安的高管薪酬推向舆论前段。财政部2009年明确要求金融企业负责人总薪酬不应高于280万元，2008年业绩下降的国有金融机构，高管人员薪酬再下调10%。2009年9月，人力资源和社会保障部等部门联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，这是中国政府首次对所有行业国有企业颁布的高管“限薪令”。而中国平安的民营背景避开了财政部2009年的“限薪令”等政策限制，因此分析中国平安高管高薪背后的业绩敏感性，对于丰富高管薪酬理论研究个案无疑具有重要意义。②中国平安是大型民营综合金融控股公司，是一家集保险、银行、投资等金融业务为一体的整合、紧密、多元的综合金融服务集团，其金融业的背景对于丰富公允价值变动损益的研究具有重要研究意义。

1. 中国平安高管薪酬居高不下。中国平安的高管薪酬政策以2008年金融危机为分界点，呈现两个阶段。第一阶段是2007年之前，公司高管薪酬主要分为货币薪酬和股权激励两部分。第二阶段为2008~2012年，中国平安年报中显示的高管薪酬主要内容为：公司整体薪酬体系根据合理的市场水平确定并调整董监事、高级管理人员以及总精算师的薪酬，并报请董事会、股东大会通过后执行。可见第二阶段并没有特别提出股权激励，因此，本文对中国平安高管薪酬的研究主要聚焦于中国平安高管的货币薪酬。

据中国平安年报显示，该公司前三名高管2007年的税前薪酬超过1.4亿元，其中最高的为董事长马明哲，其税前报酬为4 616.1万元，另有2 000万元奖金直接捐赠给中国宋庆龄基金会，总薪酬折合每天收入18.12万元，刷新A股上市公司高管的薪酬最高纪录。具体如表1所示：

注：“保险行业高管薪酬”指中国平安、太平洋、中国人寿、中国人保和新华保险五家公司的前三名高管薪酬的均值。

2.“公允价值变动损益”项目数额巨大、内容丰富。据中国平安年报显示，该公司公允价值变动损益波动较大。中国平安2008年公允价值变动损益为-176亿元，但是2009年迅速增加，不仅扭负为正，而且实现了18亿元的公允价值变动收益。到2010和2011年，公允价值变动损益为负，分别为1.37亿元和3.2亿元。在随后的2012年，其公允价值变动损益再度转负为正，达到1.05亿元。具体见表2。

由表3，中国平安“公允价值变动损益”项目主要由三大部分组成，分别是交易性金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和衍生金融工具。其中占比最大的是交易性金融资产。中国平安的投资性房地产采用成本模式计量，其可供出售金融资产公允价值变动计入其他综合收益。因此我们主要研究交易性金融资产、衍生金融工具和可供出售金融资产。

三、案例分析结果

对高管人员报酬变动与股东财富变动的紧密程度即报酬—业绩敏感性，有两种研究方法：一种是求报酬微分变动率与业绩微分变动率的比值 $([dw/w]) \div ([dy/y]) = b$ (Murphy, 1985)；另一种是研究股东财富变动每一千美元所引起高管人员报酬变动的数量 (Jensen和Murphy, 1990)，本文采用前一种方法进行研究。

1. 高管薪酬对不同盈余项目的敏感性存在差异。中国平安高管薪酬的变动趋势和整体盈余变动趋势基本一致，但是对不同盈余项目的敏感性存在差异。中国平安经历了2008年的业绩低谷之后，在随后的2009~2012年业绩再度回归稳定，其中净资产收益率 (ROE) 回归到16% (2007年为14%)，并维持在14%左右 (2010、2011、2012年分别为15%、14%、12%)。虽然总体净利润在2009年之后存在恢复稳定的态势，但具体来看其公允价值变动损益和其他盈余项目出现不同趋势。

结合表4，我们通过对中国平安2007~2012年间高管薪酬对不同盈余项目的敏感性测算，发现高管薪酬对净资产收益率 (ROE) 具有正向敏感性，但是若分项目 (公允价值变动损益和其他非公允价值变动损益盈余项目) 来看，却存在差异。高管薪酬对公允价值变动损益的业绩敏感性在2008、2010和2012年为止，反映出公允价值变动损益的增加和减少，直接影响高管薪酬的增加和减少。这可能是由于这三年之间高管行为直接影响有关交易性金融资产投资和衍生金融工具的决策，而后者决策又会反应在公允价值变动损益上，因此高管薪酬会对公允价值变动损益出现正向敏感。但是高管薪酬对其他非公允价值变动损益盈余项目的业绩敏感性在2008~2012年期间，全部为负 (除2009年)，这反映出高管薪酬并未与中国平安其他非公允价值变动损益盈余项目挂钩。这可能是其他非公允价值变动损益盈余项目与公司长期决策有关，在短期内并不能单靠高管的行为作出改变。上述结论不支持命题1。

结合前文的理论分析，由于公司的公允价值变动损益受非管理层因素 (公司市场地位和资本市场系统风险等) 影响，以及公允价值变动损益的“未实现性”，因此，委托人会赋予高管薪酬更低的激励系数。但是，中国平安案例的研究结果与命题1相悖——相较于其他盈余项目，公允价值变动损益敏感性更高。这说明，委托人不够理性，订立的薪酬契约未能认识到公允价值变动损益更多地与非管理层因素相关和公允价值变动损益的“未实现性”。

2. 高管薪酬对公允价值变动损益不存在“粘性”。高管薪酬的“粘性”是指高管薪酬的业

绩敏感性存在不对称的特征，业绩上升时薪酬的增加幅度显著高于业绩下降时薪酬的减少幅度。2008年的金融危机使中国平安的业绩下滑，在随后的2010和2011年，中国平安的公允价值变动损益均为负。这三年的高管薪酬对公允价值变动损益的业绩敏感性分别为：0.23、0.43、-0.4，而公允价值变动损益盈利年份2009和2012年，高管薪酬对公允价值变动损益的业绩敏感性为-0.44和0.09。可以看出，除2011年的异常值之外，中国平安在2008和2010年发生公允价值损失的年份，高管薪酬对公允价值变动损益的敏感性较强，超过其在2009和2012年持有公允价值收益时的业绩敏感性。可见，中国平安高管薪酬对公允价值变动损失比对公允价值变动收益更敏感。公允价值变动出现损失，高管薪酬减少；公允价值变动出现收益，高管薪酬增加。但是两种情况下，高管薪酬减少的程度要大于高管薪酬增加的程度。

但是这种现象并不支持命题2，即市场低迷（金融危机）时期，高管薪酬对含有公允价值变动损益的盈余项目的敏感性减弱。这可能是由于公允价值变动损益的“易识别性”，使得相较于其他盈余项目的“粘性”，委托人更能直接看到公允价值损益的收益或损失。同时，由于委托人的非理性，委托人对于公允价值变动损益会赋予更高的激励系数。因此，二者共同作用造成了中国平安高管薪酬对公允价值变动损益不具有“粘性”的特点。

3. 高管薪酬对不同金融资产项目公允价值变动损益的敏感性存在差异。在命题1的基础上，我们进一步对中国平安公允价值变动损益项目进行细化研究。通过年报分析，可以看出能够引起中国平安持有公允价值变动损益的项目主要有两个，分别是：交易性金融资产和衍生金融工具。而可供出售金融资产由于其特殊性——其公允价值变动计入其他综合收益，直到处置时通过投资收益转出，而且占比重大。因此基于重要性原则，我们主要对交易性金融资产、衍生金融工具和可供出售金融资产进行研究。总的来看，持有的可供出售金融资产引起的公允价值变动损益以及处置当期转出的公允价值变动损失在2009~2012年间数额较大，2010和2011年分别发生了48.15亿元和140.6亿元的亏损，仅在2012年发生了147.12亿元的收益。而交易性金融资产在2007~2009年间，数额较为明显，2007年达到69.62亿元的公允价值变动收益，2008年则发生了172.63亿元的损失。而衍生金融工具引起的公允价值变动损益则较小，除了在行情不好的2008年发生4.05亿元的公允价值变动损失，在2010~2012年发生的公允价值变动收益和损失都在2亿元以内，数额大小低于前两种金融资产。通过表4的高管薪酬对不同金融资产项目的公允价值变动损益的敏感性测算，这三种金融资产的业绩敏感性都不是很明显，仅有2008、2010和2012年高管薪酬敏感性为正，而且敏感度都小于0.5——也就是说三种项目的每变动1%，中国平安的高管薪酬仅变动0.5%。但是分开来看，相较交易性金融资产，高管薪酬对衍生金融工具的敏感性较高，分别是0.42、0.45、0.04。相较可供出售金融资产，高管薪酬对交易性金融资产的敏感性较高，分别是0.22、0.4、0.08。由此可以看出，高管薪酬最敏感的是衍生金融工具，其次是交易性金融资产，然后是可供出售金融资产。上述结论验证了本文的命题3。

四、研究结论

第一，基于企业业绩总量层面的薪酬激励是一种不完全契约，尽管总量激励有效，却缺少对分项目损失的惩戒机制。这会助长管理层的机会主义行为和私利动机，放大企业风险，带来公司治理问题。根据《上市公司执行新会计准则情况分析报告》（财政部发布），2007~2012年间，会计报表受FAV影响最大的是金融行业，尤其是资产负债表和利润表，但是很多实证研究却剥离了金融行业上市公司。同时在对FAV的研究中，由于数据的可获得性，大多只是研究交易性金融资产，而交易性金融资产对利润表的影响非常有限。所以笔者认为，这一研究结果补充了FVA在我国金融行业执行现状的研究，同时也拓宽了对公允价值变动损益分项目的研究。

第二，虽然一般认为高管薪酬对企业整体业绩有“重奖轻罚”的现象，但是本文并没有发现常见的公司治理机制对公允价值有“重奖轻罚”现象，这说明我国的公司治理机制应当在公允价值变动损益的其他项目上进行进一步完善。对盈余分项目的研究，有助于公司治理机制研究方向的具体化，使得我国公司治理机制的改革更加有的放矢。

第三，高管薪酬并不必然对持有公允价值变动损益数额较大的金融资产产生更高强度的业绩敏感性，反而是需要更多管理层决策的项目的金融资产能够引起高管薪酬更高的业绩敏感性。很多上市公司高管为了迎合薪酬契约的约定，会进行盈余管理。而选择哪种项目进行盈余管理，其中最主要的参考要素之一，就是对高管薪酬更具敏感性的盈余项目。中国平安的高管薪酬对衍生金融工具具有相对较高的敏感性，加大了中国平安高管通过衍生金融工具进行盈余操作的可能。

主要参考文献

1. 张金岩，张飞达，邹海峰. 两类公允价值变动对高管薪酬的差异影响研究. 会计研究, 2011; 10

2. 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? .经济研究, 2009; 3
3. 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. 会计研究, 2003; 9
4. 步丹璐, 张晨宇. 产权性质、风险业绩和薪酬粘性. 中国会计评论, 2012; 9

[↓ 立即下载](#)

[下一篇](#)

[返回本期](#)

[返回标题](#)