

管理层权力与高管 薪酬激励：

动态视角下的分析
Managerial Power and Executive
Compensation Incentive:
A Dynamic Analysis

邵剑兵 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

管理层权力与高管 薪酬激励： 动态视角下的分析

M
anagerial Power and Executive
Compensation Incentive:
— A Dynamic Analysis

邵剑兵 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层权力与高管薪酬激励：动态视角下的分析/邵剑兵著. —北京：经济管理出版社，2014.12
ISBN 978-7-5096-3558-2

I. ①管… II. ①邵… III. ①企业管理—人事管理—研究 ②企业—管理人员—劳动报酬—激励制度—研究 IV. ①F272.92

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 298500 号

组稿编辑：张永美

责任编辑：张永美 胡 茜

责任印制：黄章平

责任校对：超 凡

出版发行：经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www. E-mp. com. cn

电 话：(010) 51915602

印 刷：北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销：新华书店

开 本：720mm×1000mm/16

印 张：13.5

字 数：235 千字

版 次：2015 年 7 月第 1 版 2015 年 7 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5096-3558-2

定 价：48.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

序 言

经过多年的深入研究，管理层权力理论已经得到了学术界的普遍认可。从最初的转轨经济体的内部人控制问题到当前着重研究管理层的自利行为，管理层权力理论为挖掘公司治理内部运行机理提供了一个重要的分析工具。

笔者与一些情投意合的合作者、曾经指导过的多位学生一起，针对管理层权力展开了多年的研究，获得了较为丰富的学术研究成果，先后在国内的一些学术期刊上发表了若干研究成果，也先后在国内若干次学术会议上汇报了最新研究进展。这些研究主要集中在高管团队如何利用管理层权力来谋取私利，特别是集中获得超额薪酬上，也不可避免地会涉及高管团队采取隐藏行为来掩盖其自利行为的一些相关研究。后期借鉴了其他学者研究的经验，逐渐增加了一些情境变量，如扩展到高层管理团队更迭的情境中，引入了高阶理论和权力循环理论等；此外，我们还将研究的触角进一步细化到某个行业当中，如针对我国银行业，结合金融行业的特点展开相关研究。目前，我们还从社会资本视角下的大股东抑制作用等方面入手，对管理层权力进行了少量对我们这个团队而言具有开拓性意义的研究。

管理层权力是公司治理领域中研究第一类代理问题的一个重要分支领域，这个理论对揭示高层管理团队的自利行为具有较好的作用。本书对多年来国内外管理层权力研究进行了较为全面的跟踪与梳理，有利于形成对管理层权力的整体认识，理解该领域的研究框架、核心逻辑和基本观点，有助于推动此后的深入研究。从最初 Finkelstein (1992) 对高层管理者所拥有的权力进行界定的时候，就留下了一个学术歧异的根源，即经理自主权与管理层权力两者的范畴与边界都存在着较大程度的重合，这也反映在此后大量学术文献对上述权力的使用上。当前管理层权力的概念都得益于 Bebchuk 等 (2002、2003、2004) 的一系列论文，这些文献为该领域研究提供了开创性的贡献。围绕 2003~2004 年 Bebchuk 等 (2003、2004) 与 Murphy 等 (2003、2004) 的学术争论，学术界对经理报酬的“最优合约理论”与“管理层权力理论”的认识也从原来的“困惑”走向了“更

为困惑”。得到普遍共识的观点是，公司治理框架下管理层权力的确存在，但却无法对其加以清晰和直接的描述，即难以计量，这也令该领域的研究始终处于徘徊的状态中。笔者曾试图以此为题目连续两年申请国家自然科学基金面上项目，由于论证过程存在不足以及前期成果还显单薄，课题申请并未成功。不过，从目前管理层权力的研究进展看，缺乏对管理层权力的准确计量仍然在很大程度上限制了该领域的进展，甚至很多时候在诸多研究对管理层权力指标的选取上存在着明显的主观性和随意性，导致相关讨论缺少横向比较的意义。例如，就两职合一而言，大多数研究都直接采用逻辑变量（0-1），两职合一取1，反之取0。其实，从上市公司的实际运行情况看，可以表现为几种情况：董事长与总经理的两职合一、副董事长与总经理的两职合一、董事长与CEO的两职合一，甚至还有董事长、CEO和总经理/总裁的三职合一。这些情况如果不加以区分的话，很可能无法对管理层权力形成准确的认识。

2008~2009年，笔者开始对Ocasio等（1994）所提出的权力循环理论产生兴趣，该理论从动态视角对管理层权力展开研究，提出高层管理团队和核心人物可能发生的离任和继任的行为，这些行为的背后隐藏了发生在高层管理团队内部以及其与董事会之间的争斗。如果忽略这些争斗，很可能无法为管理层权力绘制出一个基于时间维度的完整图像。因此，笔者与团队成员开始研究高层管理者离任和继任事件中的管理层权力问题，形成了一系列研究成果。此后，又相继引入社会资本领域的相关理论，如社会比较理论、社会交换理论等，在丰富高层管理者运用权力行为的过程中，试图构建起更为完整的研究框架。

对管理层权力的研究兴趣还应当源于2003年赴美做访问学者期间的学术探索，在那段时间里，得益于印第安纳州立大学良好的学术条件和周边一些学者的大力支持，包括经济系的陈爱民教授和商学院的何威副教授，他们都给予我非常重要的指导，令我受益匪浅。我对公司治理领域的兴趣，则要衷心地感谢我的导师高闯教授。直至今日，我都觉得自己真的非常幸运，从读硕士研究生开始就师从高闯教授，可以感受到高老师睿智的思维和灵敏的头脑，他对公司治理领域发展方向和趋势的准确把握，他对科研学术的孜孜追求，以及他对我最初写作的那些生涩作品的反复修改，以至于今天我仍然会在不自觉的行文当中运用高老师的写作习惯。在这里我还要深深地感谢刘力钢教授，我这么多年来一直能够坚持认真地做学术，得益于刘老师对我的不断要求和提醒。从2000年和刘老师一同到中山大学参加国家自然科学基金委员会组织的案例研讨会开始，在十多年里一直与刘老师合作，他始终在身旁鞭策我，令我不断努力。尽管在多年的学术生涯中

还算勤勤恳恳、不辞辛苦，但今天整理出来一看，所获得的成果却难以令人满意，不得不对我大力支持的各位老师表达惭愧之情了。

本书是对我最近五年多来学术研究的整理和汇集，也是一个阶段的必要总结。在这里还要感谢我曾经指导过的那些学生，他们在学术科研的道路上都表现出了非常优秀的潜质，其中包括我在辽宁大学新华国际商学院指导的史菁玉、沈让、刘祎娜、卢天池，前三位同学先后被保送到北京大学的深圳汇丰商学院，卢天池于2014年以直博身份进入北京大学光华管理学院。此外，还要感谢我在辽宁大学商学院指导的硕士研究生刘宇、薛慧、王芳、段艳霞、张金玉、胡迪和朱芳芳等同学。在与他们进行学术讨论、学术研究和交流的过程中，我都获益良多。

作者

2014年11月30日于沈阳

目 录

第一章 管理层权力与高管薪酬：构念分析	001
一、管理层权力：解读与释义	001
二、高管薪酬与管理层权力：构念的偏离	018
三、核心高管权力与高管团队内部薪酬差距	024
四、高管团队利益一致/冲突与高管团队薪酬差距	026
五、结论	030
第二章 隐藏行为与管理层权力的实施策略	031
一、管理层权力变量模型	032
二、两职合一的管理层权力效应	035
三、独立董事的管理层权力效应	039
四、建议与对策	041
第三章 高管的隐藏行为是否存在年度差异	043
一、引言	043
二、文献综述与理论建构	044
三、研究方法	049
四、讨论	051
五、稳健性检验	056
六、结论与展望	058
第四章 银行业上市公司的管理层权力与薪酬关系	059
一、引言	059
二、文献回顾	060

三、制度环境与研究假设	062
四、样本与变量	067
五、数据处理结果与分析	069
六、结论	074
第五章 创业板高管离职动机：来自于管理层权力的解释	075
一、引言	075
二、理论分析与假设提出	076
三、研究设计	078
四、离职高管及所在公司特征分析	080
五、实证结果与分析	083
六、结论与进一步研究	086
第六章 高管团队变更的内在原因与随后影响	087
一、引言	087
二、公司治理的两种权力观	087
三、权力循环理论内容	089
四、权力循环理论对公司治理的影响	092
五、小结与展望	096
第七章 管理层权力与高管薪酬：隐藏行为的影响	099
一、引言	099
二、文献回顾	100
三、理论构架与假设提出	101
四、研究方法	105
五、结果分析	106
六、讨论与结语	110
第八章 高管团队变化、管理层权力与高管薪酬	113
一、引言	113
二、研究假设的提出	115
三、模型与方法	117

四、数据结果与分析	119
五、讨论与结论	122
六、研究不足与展望	124
第九章 高管过度自信与公司价值：权力的调节效应	125
一、引言	125
二、文献综述与假设提出	126
三、模型建立与样本描述	128
四、数据分析与讨论	130
五、结论与进一步研究	132
第十章 高管薪酬业绩敏感性与大股东威慑作用	133
一、引言	133
二、文献综述和理论分析	134
三、研究设计与描述性统计	137
四、讨论与结论	141
五、研究不足与今后研究方向	147
第十一章 社会影响视角下公司治理研究综述	149
一、高管超额薪酬形成的两种观点	149
二、社会影响机制的核心内容	151
三、社会影响机制对公司治理的影响	153
四、制度环境与社会影响机制	157
五、相关研究展望	158
第十二章 忙碌董事会和忙碌董事	161
一、忙碌董事及忙碌董事会的定义与测量	162
二、忙碌董事及忙碌董事会的前因变量	166
三、忙碌董事和忙碌董事会的影响	176
四、结论与展望	183
参考文献	185

第一章 管理层权力与高管薪酬： 构念分析

一、管理层权力：解读与释义

（一）经理自主权理论与管理层权力理论

现代意义上的企业中，职业经理始终是受到广泛关注的一个重要群体，他们是委托代理意义上确保股东利益的关键环节。在公司治理框架下，对经理权力的研究最初来自于 20 世纪五六十年代的一系列研究成果，March 和 Simon（1958）、Williamson（1963、1964）、Thompson（1967）与 Morris（1967）都针对经理自主权^①（managerial discretion，也称自由裁量权）展开了研究，主要反映经理追求自身利益的行为。后来，随着现代企业理论的兴起，为了能够对公司治理框架下的经理机会主义、败德行为等加以解释，经理权力的含义和范围得到了大大的拓展。

来自于组织战略角度的经理自主权主要解释了经理对其赖以生存环境的控制程度，并形成了其行为空间。这首先来自于对经理角色的认识，管理者担负着三类重要的角色：信息角色、人际角色以及决策角色（Mintzberg，1973）。当总经理作为战略实施者的时候，他需要考虑如何有效地围绕着战略去协调企业中的信息和资源（Bezanko et al.，1999），这与加尔布雷思的以有效的信息处理为基础的组织设计的思想是类似的。这个角色的另一个重要方面是授权，即决定谁应当拥

^① 这里采用了经理自主权的说法，不过，经理自主权与经理权力存在着一定程度上的交叉和混淆，本书下面的内容将就这个问题进行深入探讨。

有企业决策制定权。这里有一个重要前提，即有关组织和实施的决策并不仅是企业战略的衍生物，决策实施过程通常会要求战略决策已经做出之后才能得到的信息，而这些是战略决策制定过程中并没有充分考虑或可能被忽视的部分，在这个时候，就需要给予战略实施的主要责任人——总经理相当大的自主权，以确保所制定的战略决策能够得到较好的贯彻。此外，从契约理论也可以得到解释，不能完全具体化和不容易建立成本有效的契约的企业内部会产生很多不同的行为，这些行为对企业的运营质量和财务水平会产生比较重要的影响。在这种情形下，经理自主权可以被理解为个人通过非契约的不对称关系去动员资源来实现其目标的能力。

Finkelstein (1992) 构造出权力四因素模型，并提出权力由结构权力、所有权权力、专家权力和声望权力构成，之后的相关研究大都利用了这个模型探索经理自主权与企业绩效的关系 (Mueller & Yun, 1997; Finkelstein & Boyd, 1998; Grabke-Rundell & Gomes-Mejia, 2002)。Finkelstein (1992) 认为经理自主权在公司战略决策制定中起着至关重要的作用。他将“Power”定义为：个体行为者能够实现其意愿的能力。Child (1972) 等学者认为通过研究经理自主权可以预测高管将做出怎样的战略选择。对高管权力的测量以及其风险偏好和行为偏好的有效测度可以使得对高管战略选择的预测变得更加准确。Finkelstein 认为经理工作的重心是处理公司（企业）所面临的不确定性，而且经理自主权的来源就是基于处理来自内部资源和外部资源不确定性的能力。内部资源的不确定性主要来自于其他高级管理者和董事会中的董事，而外部资源不确定性来自于公司的任务和公司所面临的制度环境。

与此同时，现代企业理论中对经理自主权的研究也获得了丰富的成果，Jensen 和 Meckling (1976) 认为经理在资源配置上具有自主权，Aghion 和 Tirole (1997) 在对组织内部的权力配置研究之后认为，提高代理人的实际控制权有助于提高其投入工作的主动性与积极性，不过这是以委托人部分控制权的让渡为代价的。另外，由于企业的历史、沉淀投资和长期关系等因素，一个企业所能够创造价值的机会的选择并不是无边界的，当环境发生非预期的变化且企业缺乏充分的资源准备时，企业对那些没有先期投资和资源投入的竞争领域往往是缺乏竞争力的，这就意味着经理在决策他们的企业如何创造价值的时候也面临着许多重要的约束条件，这些约束自然会限制经理的自由度空间。

此外，经理自主权还体现在其自卫本能的行为上，即经理人员的“管理堑壕” (Shleifer & Vishny, 1989)。该理论认为，当企业的经理以自己所掌握的技术

能为依据，而不是在最大程度上增加公司的利益，这个时候企业所进行的投资行为就会形成所谓的“管理堑壕”，即提高了自己相对于公司的重要性程度，并会降低自己被公司替换的可能性。实际上，在许多企业行为中都表现出“管理堑壕”的特征。这主要是因为，在决定公司业务发展方向的时候，尽管最终决定权在董事会甚至是股东大会的手中，但经理层特别是总经理具有十分重要的影响力，至少他们可以决定向董事会提交哪些方案。

经理自主权会对企业产生深远的影响，这种影响直接体现在总经理的战略决策给企业带来的大量固定的战略专用资产上（Besanko et al., 1999）。由于大型企业通常需要总经理制定大量的决策，特别是一些具有全局和长远影响的战略性决策，以确定企业的范围和其价值创造的机会，从而会在企业内部形成并沉淀下大量的战略性专用资产，这些资产在很大程度上可以确保公司目标的达成，对企业绩效产生长期影响，同时也对经理位置的稳固起到促进作用。经理通过权力运用所形成的人际网络和利益共同体也可以被视作其战略专用资产的组成部分，同样会对其战略决策的实施效果产生影响。那么，这些战略资产也构成了经理离职的“退出障碍”，因为这些资产也构成了经理市场价值的重要内容，当经理有离职的想法时，不可能不想到这部分资产的巨大价值。经理自主权在很大程度上仍然是行动空间的范畴，而难以解释经理在公司治理框架下对权力的掌握程度以及由此产生的结果。

从2002年开始，Bebchuk（2002、2003、2004）等利用“managerial power”理论对经理报酬问题展开了全新视角的研究，并提出了一系列概念与观点，令人耳目一新。当然，他们的观点也受到了批评，特别是引起了经理报酬领域的主要人物Kevin Murphy的强烈反对。2002年后，Bebchuk和Kevin Murphy等就经理报酬问题展开了针锋相对的学术争论，从他们有关经理报酬的学术争论中可以看出（Bebchuk et al., 2002; Bebhuk et al., 2003; Kevin Murphy et al., 2002; Kevin Murphy et al., 2003），对管理层权力的认识已经开拓出了一个全新的角度。这里首先对B-M争论前管理层权力的认识进行必要的阐述。

第一，管理层权力的构成也利用了Finkelstein对权力的划分方法（Finkelstein, 1992），只不过更重视其对公司治理框架各个主体之间权力关系的影响。

（1）结构权力。这是由组织中的科层结构内在决定的，由于首席执行官（CEO）在组织中的地位，CEO将因此获得相应的权力。一般而言，CEO的结构权力将会从两个方面得到增强：①如果CEO兼任董事长，CEO可能会影响董事会议程、确定提交董事会的信息和决定董事会讨论的议题等重大事项；②CEO可

以任命内部董事，尽管在外部董事的人选确定上 CEO 名义上的权力较小，但 CEO 与外部董事之间可能存在的良好关系也会增强他的结构权力。

(2) 所有权权力。这项权力是代理关系中的一个核心指标，具体表现为经理持有公司股份的比例。CEO 的所有权权力主要表现为：①CEO 成为主要股东时，更有能力决定公司的成长方向，并可以对董事的选择过程施加更大的影响；②CEO 可以凭借这项权力巩固自身的地位，避免被罢免；③如果 CEO 是公司的创建人或继承人，他对公司的隐性控制力会更强。

(3) 专家权力。在复杂多变的外部环境下能有效地管理公司成为 CEO 权力的另一个来源，这主要表现为其在某个领域内的专业才能。此外，由于行使专家权力的过程中，CEO 需要建立起与外部资源的广泛网络和联系，也会造成其对董事的依赖程度下降，间接地削弱了董事对公司的影响力。

(4) 声望权力。当 CEO 拥有较高声望时，往往其对公司会产生很大的影响力。按照 D'Aveni (1990) 的研究，提高声望有两个途径：①担任其他公司的董事；②毕业于著名学府。

在实际运作中，管理层权力具体来源于以下五个方面：①来源于个人声望和社会地位 (Finkelstein, 1992)；②来源于自己持有的股票 (Cannella & Shen, 2001)，即所有权权力；③来源于兼任公司的董事会主席职务 (Daily & Dalton, 1994)；④来源于对董事决策的影响力 (Westphal & Dalton, 1995)，这与经理掌控董事提名过程、与董事之间存在着互惠关系等有关；⑤来源于取悦和说服董事的行为 (Westphal, 1998)。

第二，管理层权力与经理自主权两个理论相互交叉，甚至在某些文献中被混淆。经理自主权是指经理人员在企业战略决策方面所拥有的自由裁量权，该理论认为，经理所拥有的自主权越大，其代理行为及其努力结果的不确定性和复杂性就越大，最终结果是经理报酬水平的提高 (Hambrick & Finkelstein, 1987)。管理层权力则强调了经理对公司治理机制上的影响力，在报酬制定上，其主要表现为对企业董事会或报酬委员会制定报酬的决定产生影响的能力 (Lambert et al., 1993)。从上述两种权力对报酬的影响途径和效果看，管理层权力较经理自主权更直接，而经理自主权更多地涉及公司的运营，并没有直接对报酬产生影响。不过，在一些文献中也往往将两种权力混淆了，或者是没有将两种权力放在一起加以对比分析 (李有根和赵锡斌, 2003)。

与经理自主权理论不同的是，管理层权力理论主要关注的是某些代理人可以在组织中获得权力和这些代理人运用权力获取超额薪酬的能力 (Bebchuk、Fried

& Walker, 2002)。在所有权分散和没有控制性股东存在的公司中，高管普遍地拥有足够的权力使其享有比在公平缔约情况下更高的薪酬收益以及管理上的懈怠 (Bebchuk & Fried, 2004)。这种能够使自己获得超额薪酬收益的权力并不是 CEO 和董事长所独有的，在一些公司中这种权力可能被分配于两个或更多的管理者中 (Bebchuk、Fried & Walker, 2002)。在 CEO 拥有绝对的权力为自己获取超额收益的情况下，受益者已不仅是拥有这种权力的 CEO 自身，而且 CEO 运用权力为自身获利的同时还会为其管理团队中高级管理者谋取超额薪酬收益 (Bebchuk、Fried & Walker, 2002)。但是需要考虑的一点是，CEO 的绝对权力与高管团队之间有着怎样的相互影响的关系：是高管团队对 CEO 的支持使得 CEO 在具备其他能力条件的情况下得到绝对的权力，从而作为回报运用权力为其高管团队成员获利，还是 CEO 在获得了绝对权力后运用这种权力为其高管团队成员谋利，使得高管团队的成员成为 CEO 权力的“忠实捍卫者”进而更加巩固 CEO 的绝对权力？

(二) 管理层权力的两个重要概念

1. 败德行为成本

为更好地讨论管理层权力理论对经理报酬的影响过程，BFW^① (2003) 提出了“败德行为成本”的概念，即在其提出的“管理层权力”的模型中，并不是认为经理报酬和他们的寻租行为没有任何约束，而是要受到他们所创造的“败德行为成本”的约束。BFW 指出，如果经理为自己设定的报酬远高于经理遵照“最优合约”的数额，这种行为将会引起外部人的怨气和不满。当这种情绪蔓延开并非常强烈的时候，就可以在在一定程度上对经理报酬产生限制的作用，这就可以理解为败德行为成本。

例如，败德行为成本会使公司董事产生不同的社会成本和声誉成本。职业声誉对外部董事非常重要，他们加入董事会不仅是要获得报酬，大多数还期望这个职位可以给他们带来声望和人际交往。因此，在遇到那些可以令其尴尬或声誉受到损害的报酬计划时，他们可能会很犹豫，他们通常会关注媒介和不同的社会团体对报酬计划的态度。只有在不会产生足够高败德行为成本的情况下，他们才会支持高管层。BFW 利用这个概念解释了为什么期权计划会始终保持一致，为什

^① BFW 即《Managerial Power and Executive Compensation》的三个作者的名字的打头字母组合，因为 Murphy 等在其论文中采取了这样的称谓方式，所以本书借用过来。

么公司要使用报酬顾问，以及为什么股票期权会逐渐增加。败德行为成本在 BFW 的理论中是很重要的理论支柱。即使由 CEO 提名并对 CEO 心存感激的董事也可能会拒绝同意 CEO 的报酬方案，或者是股东会寻求替换 CEO，影响 CEO 提高自己报酬的一个重要因素就是其提高报酬的建议将产生的“败德行为成本”的程度。

此外，过高的经理报酬会通过控制权市场来提升败德行为成本，进而对经理报酬施加影响。尽管过高的经理报酬导致的股东价值损失不可能直接触发控制权争夺战，但败德行为成本的增加会提高这种企图的可能性。预计产生的败德行为成本将依赖于租金对外界的透明度^①。一项研究结果显示，股东经理报酬过高决议提出批评会导致经理报酬的减少，即使这些决议难以获得所需要的足够票数。另一个可检验的含义是，报酬方案的设计者会寻求各种手段来避免或减少败德行为成本，其中包括隐藏行为。

在 2003 年发表的论文中，BFW 对败德行为成本又进行了补充，他们认为，报酬方案预计产生的败德行为成本将依赖于租金对外界的透明度，可以检验的败德行为成本效应是外部观察者的批评对经理报酬所产生的影响。另一项研究（BFW，2003）发现，1992~1994 年的《商业周刊》、《福布斯》、《财富》、《机构投资者》上因经理报酬政策而出现负面消息的公司，在 1993~1994 年总报酬的提高幅度要比其他公司小，这些公司现金报酬和公司绩效的敏感度因而也提高了。

2. 隐藏行为

管理层权力理论的一个重要分析工具是“隐藏”（camouflage），即败德行为成本为人们观察经理的抽租行为提供了工具，经理有动机将其抽租行为加以隐藏而不被注意或使之合法化，简单地说，就是“隐藏”。BFW 认为，广泛地使用报酬顾问在最优合约理论中被视作一种优化高管激励的努力，在管理层权力理论中却被认为是使报酬正当化、合法化的方法，“隐藏”有助于解释经理报酬领域中诸多难解之谜。“隐藏”的做法会导致采用低效率的报酬结构，并难以提供合理的激励。这种低效率所导致的股东价值的损失，而不是经理所得到的超额租金，就是在报酬的实践中管理层权力所引发的最大成本。

（1）“隐藏”的重要作用。经理愿意选择那些可以获得租金又容易被隐藏成最优合约的报酬结构和程序。下面将讨论的是，败德行为成本和约束及因此而产

^① 即经理所获得的租金被外界所了解的程度。

生的隐藏动机可以解释为什么，以至于公司会如此严重地依赖于报酬调查和报酬顾问。

我们可以得出的一个结论是，报酬方案并不是服务于股东的利益，而是要与抽租联系起来，可以理解为掩盖抽租行为。所讨论的租金里还包括隐藏的租金。

(2) 报酬顾问和隐藏。美国公众公司会雇用外部顾问参与到高管报酬制定过程中。在最优合约理论的框架下，报酬顾问会帮助实现报酬的最优化。但 BFW 认为，报酬问题也会帮助掩盖租金。高管人员使用报酬顾问的主要目的就是令高管报酬合法化，而不是令报酬最优化。

报酬顾问有强烈的动机令 CEO 满意，通常来说，报酬顾问都是由公司的人力资源部聘用的，即使 CEO 不会参与到报酬顾问的聘用过程中，但报酬顾问仍然会从雇主的角度考虑问题，这会影响其客观性。

(3) 对遵从规范的解释。近期，法学方面的学者研究“规范”对公司法律和公司治理的影响，即讨论“面对规范的压力是否会在经理报酬中发挥作用”。在法律领域，“规范”通常指并非法律条文的操作和行为。从报酬委员会提交本公司高管人员报酬计划的时候，通常要观察其他公司的情况，很明显，报酬委员会和董事会要遵从“规范”。因此，可以认为，“规范”在经理报酬中发挥了重要作用。

至少，由于报酬委员会要遵从规范，报酬计划从一种均衡状态改变到另一种均衡状态的速度或许会很慢，报酬委员会遵从规范的偏好和对偏离规范的担心会使高管改变其报酬计划要花费更长的时间。

(三) BFW 与 Murphy 的争论

对经理报酬问题与公司治理结构间关系的认识，存在着两个不同的观点：第一个观点认为，经理报酬主要是用以解决公司治理的缺陷，特别是在委托代理模型下，良好的报酬机制有助于激励经理按照股东的利益最大化采取行动。从这个角度出发，经理报酬可以被视作解决代理问题的钥匙。大多数的主流经济学家都持有这个观点，Kevin Murphy 也可以被归到其中。根据 Kevin Murphy 与其合作者的研究成果看，以 Kevin Murphy 为代表的研究主要着重于如何设计出最优的经理报酬契约，以实现股东价值的最大化。第二个观点则认为，经理报酬本身就是公司治理机制的问题，经理报酬中存在的种种问题就是公司治理存在缺陷的直接反映。具体而言，主要表现在经理报酬的确定机制、经理报酬水平、经理报酬计划的修改等方面，由于经理对自身的报酬有相当大的影响力，可以为

自己选择和确定非常不错的报酬方案和报酬水平。以 Bebchuk 为代表的一些学者坚持这个观点，其中 Bebchuk 是该观点的代表人物，他认为，仅研究最优的经理报酬激励方案并不是解决公司代理问题的关键，而解决经理报酬与公司绩效间相关性问题的关键是从公司治理机制上制约管理层权力，从而达到完善公司治理的目标。由上述思路形成了经理报酬领域学术研究的两个基本框架：一个是“最优合约理论”（optimal contracting theory），另一个是“管理层权力理论”（managerial power theory）。Kevin Murphy 等所采用的是前者，后者则以 Bebchuk 等人为代表。

1. “最优合约理论”的主要观点

主流的“最优合约”理论认为，董事会的作用被认为是设计报酬计划，向经理提供有效的激励以确保股东价值最大化。在最优合约模型的框架中，金融经济学家做了大量的工作，试图解释高级管理人员报酬实际操作上遇到的各种问题。按照这个思路，“其（补偿政策）核心是要解决两个问题：如何测量公司业绩及如何增加经理补偿对公司业绩的敏感度”（魏峰，1999），即完善经理报酬机制就需要更加有效地对公司业绩进行衡量，还需要使经理报酬与公司业绩之间的相关性更强。Roberts（1956）、Baumol（1959）、Lewellen 和 Huntsman（1970）在这个领域进行了开创性研究，多数早期研究主要集中在经营者报酬是否与公司规模或公司利润有更加密切的联系。20 世纪 80 年代以后，这个领域的研究逐渐扩展到如下方面：①CEO 报酬与公司绩效之间的关系（Coughlan & Schmidt，1985；Murphy，1985、1986；Jensen & Murphy，1990；Abowd，1990；Leonard，1990）；②CEO 是否会因为糟糕的公司绩效而被解职（Weisbach，1988；Warner、Watts & Wruch，1988）；③CEO 是否会按照相对于市场或行业的绩效获得奖励（Antle & Smith，1986；Gibbons & Murphy，1990），同时期的研究成果还有 Murphy（1999）以及 Core、Guay 和 Larcker（2001）。

按照 Jensen 和 Meckling（1976）的观点，经理持股比例的上升将有效地减少经理的在职消费和对股东利益的争夺，减少资源配置扭曲，增加公司价值。不过，在这个领域中的一些文献也发现，当内部人（经理）持有公司所有者的比例增加时，并不必然会引起股东财富的相应增加。Fama 和 Jensen（1983）就指出，内部人所有权比例的上升降低了外部代理人获得公司控制权的可能性，即接管的威胁反倒增强了经理对在职利益的控制，所以内部人持股比例的上升并不一定带来公司价值的上升。这就在某种程度上否定了 Jensen 和 Meckling（1976）最初的观点。随后其他人的实证研究进一步证实了 Fama 和 Jensen 的判断。Morck、