



张 进著

BOSHIYAN WENCONG

年薪变革

现代企业管理层利益实现机制

博士眼文丛



文匯出版社

序

张进同志当初为博士论文选题时几经周折。他极有兴趣于现代企业的治理结构,最后我建议他选择了本书的主题。这大概是三年前的事了。没想到现在关于管理层在企业中的利益实现机制问题,已经这么快地成为一个得到全社会认同、重视和在积极实践的热点问题之一了。

管理层接受企业所有者的委托行使着企业经营管理的权力。一家企业不管经营好坏,日常都会衍生出无时不在的利益处理问题。在纯粹的私人企业,如果老板(所有者)对管理层说,你们只管领钱干活,利润的去向不干你们事,管理层(如果他们领的工资只是比普通工人高几倍)恐怕不会全心全意为老板打工。因为管理层心里知道他们也是工人,只不过是高级工人(当然还不是现在时髦说法所称的“打工皇帝”,打工皇帝的收入可会是普通工人的几十、几百倍)。于是一百五十年前卡尔·马克思就总结出一套不朽的经典理论——“资本论”,来分析这种由于利益分配不公而导致的社会制度内在缺陷,并且这种内在缺陷所可能引发的致命的社会变革。

私有制变成公有制了,利益分配机制如果仍然忽略管理层

的利益,会产生些什么后果呢?当然,如果公有制的代表人向管理层讲清楚他们所贡献的利润都将被用于社会福利,那么管理层(包括普通工人)是不会像马克思所号召的那样以激烈手段来变革社会的。但是一则由于人性的弱点难以单靠道德长久支持;二则公有制迄今为止的运转业绩在有效性和公正性上实在是差强人意,所以恐怕不能一直指望企业管理层无私奉献了。实际上,管理层在日常经营中会难免注意自身利益的实现,中外都有,所不同的是实现形式。明的不到位,就来暗的,制度不健全,就可以以权变钱;或者,消极一些的,出工不出力,占着茅坑不拉屎,等等。总而言之,随着社会的越来越务实,管理层利益问题已经变成一个尤其在中国非得解决不可的问题了。因为毕竟上十万亿的国有资产,以万亿计的股份制企业资产,以百万、千万亿计的社会资产,都不是靠几位政府领导人,或几十、几百、几千个政府官员在管理,而是由也许是几万,几十万个企业管理者在管理,他们的利益有制度保障和制约,资产的安全、盈利能力就会大大改善。

张进同志善于思考和钻研,在他的这篇耗费大量心血的博士论文中,对管理层利益实现的经济学依据进行了较完善论证,然后借助现代西方企业理论与信息经济学等研究成果分析了管理层与股东之间的委托——代理关系,从外部机制和内部机制的角度比较完整地论述了管理层的利益实现机制。文章最后提出了扩大管理层持股以及培育经理市场等政策思路,对我国国有企业改革有较大的理论指导意义。全文贯彻了对“企业家才能”这一稀缺生产要素的尊重,提出了管理层以其人力资本出资因而也有权获得更多的剩余索取权这一新观点,体现了作者良好的经济学素养和注重学以致用、务实研究精神。

愿本书有助于所有关心我国国企改革、现代企业制度建立

的人士深入系统地了解、实现管理层利益这一至关重要的制度性问题。

陈琦伟

上海交通大学管理学院教授、博士生导师

1999 年 12 月

内 容 提 要

建立现代市场经济体制与现代企业制度必须充分尊重公司管理层利益的维护与实现。但长期以来,人们在认同公司所有权与经营权分离的同时,普遍认为公司股东的利益往往会受到公司管理层的敌意侵犯,因此需要对股东的利益给予全力保护,并据此形成了大量的有关公司股东及其他投资者如何对公司管理层实施激励与监管以确保公司股东和全体投资者利益的研究成果,而不是基于正是这一分离才使股东利益乃至世界经济在职业经理阶层的帮助下于 20 世纪获得了快速增长的不争事实基础上,如何肯定并尊重现代公司管理层的利益与价值。本书认为,虽然在相当多的公司中确实存在着严重的“内部人控制”现象或者是公司管理层严重侵蚀股东利益的例子,但总体来看管理层从公司得到的利益补偿与管理层为公司股东带来的权益增长相比长期以来一直严重不足,无论如何管理层应成为公司独立的收益主体。本书认为现代公司管理层的利益急需得到尊重与保护,正是基于这一角度,本书讨论那些兼有企业家才能与企业管理才能的公司管理层的利益及其实现问题。

管理层在企业组织制度中占据核心地位,管理层成为企业独立收益主体是管理层独立职业的必然要求。现代公司职业管理层利益实现的经济学依据是非常充分的。管理层利益的企业家理论认为,企业家是具备丰富的企业管理经验与能力,能够适应市场的各种变化并能迅速把握市场变化的机遇,具有强烈的

创新精神。企业家是现代社会的一种稀缺资源,企业家具有明显独立的工作职责,企业家应是独立的利益主体。人力资本理论则从另一个不同的角度分析论证了管理层作为独立利益主体的经济学理论依据。管理层的劳动不但具有创造性,而且具有风险性、权威性与高度复杂性,因此在确定管理层人员的报酬时必须要考虑其劳动的特殊性。管理层也是现代企业经营风险的独立承担者之一,公司管理层职能本身决定了管理层必须具有承担风险与识别风险的能力,并具有识别并抵御风险的能力,公司高层经理人员对企业经营风险的承担特别体现在其人力资本的专用性上。公司管理层所承担的这种风险并不是完全能够通过固定的薪金支付就可以得到充分补偿的,让管理层分享企业经营剩余索取权应该是一个合理的要求。虽然现代企业理论旨在解释并说明了现代企业诞生与存在,但是这些理论也分别从多个不同的角度指出了现代公司管理层利益及其作为独立利益主体的经济学依据。

基于博弈论与信息经济学的研究方法与研究成果,分别就现代股份公司大股东不同的持股比例与企业外部经理市场存在的意义及其对管理层利益实现的不同影响进行了数理推倒与研究,并得到了非常有趣的结论。首先,对于公司大股东不同的持股比例,存在着不同的委托人与代理人之间的最优风险分担安排。大股东持股比例越低,则最优风险分担合约安排中,代理人应得到的剩余索取比例越低。其次,还证明,经理市场的存在使得委托代理关系中的最优剩余索取权分配合约变得更加有利于委托人而不是代理人。

公司控制权是一项有价值的资产。管理层因对公司控制权的控制而获得公司控制权价值。可以分别从公司管理层、潜在收购方等多个不同角度理解公司控制权价值,公司控制权价值

特别体现在公司控制权争夺的过程中。对公司管理层而言的公司控制权价值体现在公司管理层能从所掌握的控制权中获得利益的机会上。管理层利用对公司的控制权而实现自利的方式可以有多种。关于管理层对私利的谋取,也许最重要的莫过于管理层自己对公司控制权的强化或尽量延长自己的在位时间,尽管自己已经不能继续胜任或已经不是胜任该项工作的最佳人选了。不称职的公司管理层“拒绝”被更换是代理问题中成本最大的一种。

公司的控制权价值还特别体现在公司控制权争夺过程中,对公司潜在收购方来讲,决定是否收购的依据在于目标公司的控制权价值。收购方通过改善目标公司的经营与管理而获得“管理协同效应”、通过内部化与生产的规模效益而获得的“资源优化配置效应”、收购过程中股票二级市场获益以及公司股票“投票权价值”的增长等而获得所谓的公司“控制权增效”。

公司管理层的劳动成果一般很难在短时间内完整、客观地反映出来,因此对公司管理层利益实现机制的研究就是要将管理层的企业家才能等在现期无法准确判断并量化的因素在企业的(长期)经营过程中尽量得到准确的量化。管理层利益实现的内容应是多样化的,其实现机制应基于固定与浮动激励的结合、短期与长期激励机制的组合运用的基础之上。公司管理层与股东的利益并不一定是对立的,关键在于管理层利益实现机制的有效性与针对性。公司管理层利益实现的工具有多种,不同的利益实现工具各有侧重,各有优劣。借助有效的管理层利益激励机制可以实现股东与管理层利益双赢的局面。工资、年薪制、利润分享制、管理层持股与购股期权则分别从不同的侧面适应了对公司管理层利益实现的这一特点与要求。

现阶段我国上市公司治理结构缺陷明显,一些在发达国家

被证明是非常有效的管理层利益激励与约束机制对我国国有企业(包括上市公司)来说几乎是形同虚设,管理层激励与约束机制严重滞后。传统非经济利益实现机制的崩溃与当今经济利益实现方式的真空,是导致近年来国有企业管理层走向腐败的重要原因之一。虽然说多年来我国国有企业改革的一系列措施(包括利润留成、承包制)确实已经将相当一部分企业剩余索取权由国家转移到企业内部,但是中国企业家在报酬上还远没有被当作一个独立的利益主体,并不是合法意义上的企业剩余索取者。这导致企业经理人员大量通过非法、隐蔽的办法占有企业剩余。我们正处在一个由计划经济向市场经济过渡的阶段,对大批国有企业管理者来讲却有着极其特别的意义与影响。虽然目前国有企业管理者当中的大部分可能还是政府任命的,但是他们对自己未来仕途的期望已越来越实际了。

通过对1997、1998年中国上市公司财务报告提供资料的抽样并实证分析,显示现阶段我国上市公司管理层激励与约束机制严重滞后。表现为:上市公司董监事会内部化比率过高;董事长、总经理持股比例极低;管理层总体收入水平偏低,且两极分化严重;多数即一半以上(50.6%)的董监事会成员,特别是董事长不在公司领取报酬。公司管理层持股、管理层年度报酬情况等与公司的经营业绩之间理论上的相关性无法得到实证的支持也说明,我国现阶段上市公司治理结构的不成熟。

Abstract

The capital suppliers of corporate part with their money, and have little to contribute to the enterprise afterwards. It is the professional managers who run the firms. The conflict of interest between shareholders and professional managers is a classic example of principal-agent problem. The interest of professional managers should be respected. Though this is a classic economics topic, the compensations of managers benefits is too small to incentive them to pursue shareholders' maximum interest. This is also essential to the benefits of all stakeholders of modern corporate. In this dissertation, we argue the legal protection and the realizing mechanisms of the interest of professional managers.

The economics arguments about the independence of Senior managers' interest based on followings. Top management holds the firms' high position. They are entrepreneurs with prominent and special human capitals, the financiers needs the managers to generate the returns on their funds. They hold the rights of corporate control and bear the firms' risk, Their human capital might be useless when leaving the company. There are also several schools of modern firm theory, which sustains this view.

Using the techniques and achievements achieved in the Game theory and Economics of Information, chapter 3 set up a model. It has proved that the more the large stockholder holds firms' stocks, the more the professional managers can share the residual claimant

right, and as a result, the agents may turn to self-dealing behaviors to gain the private benefits of corporate control. It is also proved that to develop the managers market will be favorable to the benefits of principals, the equilibrium of incentive contract is also determined by the agents' risk aversion.

In chapter 4, we distinguished with the internal and market mechanism of corporate governance. we studied the role of managers market, on the professional managers interest, we also talk about the role of financial intermediaries in corporate governance, Product market competition is probably an effective powerful force toward the corporate governance efficiency. Chief Executive Officials achieve their interest based on the control of firm, The right of corporate control could be valued, If managers can not receive enough benefits as the other investors, then shares with superior voting rights trade at a premium. So the professional managers will try their best to entrench themselves and stay on the job even if they are no longer competent to run the firm.

Generally manager's work can not be measured shortly, this characteristics requires diversified tools with them managers receive their interest. It is showed that, on average, managers receive very little compared to each increase in shareholders wealth, while salary, bonus, stock option, inside stock ownership, threat of dismissal and etc. Give the managers manifold incentives and restrains.

Sampling three hundred and twelve listing companies' financial reports of 1997, 1998, we find that the director and CEO's inside stock holding is too small and it almost do not plays any role in providing managers incentives and restrains; On average top management receive only a few income; It should be noticed that most of top management (including directors, senior managers) didn't

receive any payment from the firms. We can't find any relations between those above variables and the firm's performances, this might be the most important finding of our surveys, it shows the undeveloped governance structure of firms in China.

目 录

序	陈琦伟
内容提要	(1)
Abstract	(1)

第一章 管理层利益实现机制研究:思路

与方法

(1)

1.1 一个经典经济学命题的必然延伸	(1)
1.2 管理层利益实现机制研究的思路 and 结构	(8)
1.3 分析方法及有相关概念的说明	(15)

第二章 管理层利益实现的经济依据 ...

(19)

2.1 20 世纪是经营者时代	(19)
2.2 现代企业组织中的管理层定位与管理层利益	(23)
2.3 管理层利益的“企业家”理论	(28)
2.4 承担企业经营风险的管理者	(36)
2.5 管理层利益之劳动价值论	(41)
2.6 现代西方企业理论关于管理层利益论争的 一个简要综述	(43)

第三章 管理层最优激励机制与模型

(52)

3.1 准备与假设	(53)
-----------------	------

3.2 股东作为单一委托人情况下的最优风险分担	(59)
3.3 经理市场意义的理论分析	(67)
3.4 无差异曲线分析	(70)

第四章 管理层利益实现的外部激励与 约束机制

4.1 管理层利益实现的内部机制与外部机制	(78)
4.2 经理市场的激励与约束	(86)
4.3 金融机构在管理层利益实现中的作用	(92)
4.4 产品市场竞争与管理层利益	(100)
4.5 公司治理结构及管理层利益实现机制的国际比较	(105)

第五章 公司控制权价值

5.1 公司控制权与控制权市场	(116)
5.2 公司控制权价值	(130)
5.3 管理层对公司控制权的控制	(141)

第六章 管理层利益实现的内部激励机制

6.1 公司管理层利益及其实现机制的设计原则	(151)
6.2 工资与分红	(166)
6.3 管理层持有公司股票	(177)
6.4 购股期权	(181)
6.5 管理层利益实现的其他方式	(186)

第七章 中国国有企业及其控股企业管理层 利益实现之实证	(193)
7.1 中国国有企业“管理层腐败”的经济学根源	(194)
7.2 国有企业“内部人控制”及其改革的两难困境	(208)
7.3 社会主义市场经济条件下的企业家及其培育机制	(220)
7.4 关于国有企业及国有控股企业管理层利益实现机制 设计的构想	(226)
7.5 中国上市公司管理层利益实现之实证	(231)
 第八章 结论与政策性建议	 (243)
 参考文献	 (248)
后 记	(260)

第一章 管理层利益实现机制 研究:思路与方法

1.1 一个经典经济学命题的必然延伸

公司股东利益及其保护是一个经典的经济学命题,而有关公司管理层利益及其实现机制问题的导出则是前者的必然延伸。虽然表面上,公司股东与管理层的利益实现是公司治理结构的范畴,但是从本质上来讲,公司股东和管理层的利益实现机制属于经济学的基本问题,对这一问题的深入研究不但有助于解释现代企业或公司的存在性,而且有助于就有关企业组织形式的发展、公司制度的演进、公司所有权与经营权的分离的理解,乃至对市场经济运作机制等众多现代经济学热点问题的探讨都具有十分重要的意义,同时对当今中国国有企业改革之实践也具有重要的现实意义。

长期以来,人们在认同公司所有权与经营权分离的同时,又普遍认为公司股东的利益往往会受到公司管理层的故意侵犯,因此需要对股东的利益给予全力保护,并据此形成了大量的有关公司股东及其他投资者如何对公司管理层实施激励与监管,以确保公司股东和全体投资者利益的研究成果。^①事实上,绝

^① 郑宏亮:“公司治理理论与中国国有企业改革”,《经济研究》1998年第10期。

大多数近期的研究也都集中于投资者(外部人)如何通过激励、监督和约束经理人员(内部人)的途径来实现投资者权益最大化等课题上。但我们认为,虽然在相当多的公司中确实存在着严重的“内部人控制”(Insider control)现象或者是公司管理层严重侵蚀股东利益的例子,但总体来看,管理层从公司得到的补偿与管理层为公司股东带来的权益增长相比仍然是严重不足的,可以说公司管理层的利益急需保护。

管理层作为公司(资产)经营权的实际控制者,直接负责相关资产的营运决策与方案的实施,他们凭借其特定的企业家才能驾驭股东及公司其他债权人的资产,管理层的才能与努力程度直接影响着股东权益的增值幅度与潜力。至少在理论上应该认为,只有具有企业家才能的人才能胜任公司管理层之职责,企业家才能应该被接受为是一种人力资本,它也应享有生产要素的正常回报。但是令人遗憾的是,至今对这一问题的认识仍相当模糊,或者即使是知道这一点但在实际运作中却又经常会忽视公司管理层的利益。当前我国无论是经济理论界还是法律界都难以就企业家才能及其规范的利益实现渠道形成共识,甚至这一问题远没得到应有的足够重视。美国著名经济学家小艾尔弗雷德指出:“历史学家和经济学家都未能考虑现代工商企业兴起的影响,他们曾经研究过创立现代工商企业的企业家^①,但大多是以道德的观点而不是分析的观点来研究问题,他们所关心的不外是:哪些人是剥削者(强盗企业家),哪些人是创业者(工

① 需要说明的是,这里小艾尔弗雷德所指的“企业家”实际上是作为企业业主的企业家或业主式企业的管理者,而他将“两权(所有权与控制权)分离”下的企业管理者统称为企业经理,因此这一点与我在全书中关于企业家概念的定义是有差别的。

业政治家)。历史学家也曾经执迷于金融家,这些金融家曾于一短暂时期里给运输企业、通讯企业和某些其他工业企业分配资金,因而看来好像控制了主要的经济部门。然而他们却几乎完全不曾注意经理人员,由于经理人员是在执行一种新的基本经济功能,所以他们在美国经济的运转中所起的作用,要比那些强盗企业家、工业政治家或金融家所起的作用重要得多。历史学家在观测美国经济体系的发展时,往往比较关注家族式(也是企业家式)资本主义的延续,而不关心经理式资本主义的扩展。”^①

现代公司一个最主要特征便是公司所有权与控制权的分离,这一分离的优点在于能够最优配置资产及企业家才能的组合,使得最具有企业经营能力的专业管理层人员而不是仅仅拥有资产但不具备企业经营才能的人来管理资产,从而能够最大限度的发挥资产的运作效率。基于所有权与经营权的分离,公司股东与管理层之间的关系实际上就变成成为一种委托——代理关系,其中股东委托管理层代理管理并经营其资产,股东通过给予代理人一定的补偿而要求后者服务于前者的最大利益。但是委托人与代理人之间信息是不对称的,委托人对公司经营情况的了解显然不如代理人了解的充分、全面。因此基于委托人、代理人理性之假设,许多经济学者就此认为代理人一般只会追求自身利益的最大化而不是委托人的最大利益,而且代理人在追求私利的同时肯定要损害委托人的利益,因此经济学家的任务就是要设计出有效的理论机制来保护委托人的利益。但是我们认为:虽然公司资产的所有权归属委托人,但是如果企业管理人

① [美]小艾尔弗雷德·D. 钱德勒著:《看得见的手——美国企业的管理革命》,商务印书馆,1987年9月版,第578~579页。