

上市公司高管激励契约配置 与协同研究

徐向艺 徐宁◎著



中国财经出版传媒集团

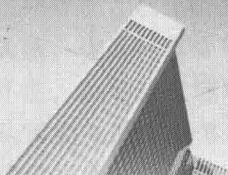


经济科学出版社
Economic Science Press

本书受国家自然科学基金面上项目《上市公司高管激励契约配置与协同——基于多层次情境因素的研究》(71272120)、山东大学青年学者未来计划项目《中国情境下高管隐性激励契约的价值创造效应研究》(2017WLJH44)资助

上市公司高管激励契约配置 与协同研究

徐向艺 徐宁◎著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司高管激励契约配置与协同研究/徐向艺, 徐宁著.
—北京: 经济科学出版社, 2018. 4
ISBN 978 - 7 - 5141 - 9205 - 6

I. ①上… II. ①徐…②徐… III. ①上市公司 - 管理人员 - 激励 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 070791 号

责任编辑: 于海汛 宋 涛
责任校对: 杨晓莹 杨 海
责任印制: 李 鹏

上市公司高管激励契约配置与协同研究

徐向艺 徐 宁 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcs.tmall.com>

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 15.75 印张 270000 字

2018 年 5 月第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9205 - 6 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: dbts@esp.com.cn

前 言

信息不对称、契约不完全以及委托人与代理人目标函数的不一致，导致了现代公司中代理问题的存在。上市公司高管激励契约是由不同的子契约构成的，对这些子契约进行合理的选择与配置才能实现良好的协同效应。在实践中，与国外上市公司相比，中国上市公司高管激励制度还处于不断探索的阶段。不论是上市公司本身发展的诉求，还是政策法规环境的进一步成熟，均亟待高管激励制度的进一步完善。然而，由于管理层寻租效应的存在，加之制度环境的不尽完善，存在诸多与高管激励契约背道而驰，从而侵犯股东及其他相关者利益，降低公司治理效率的现象。因此，构建适当而充分的高管激励机制是提升中国上市公司治理水平的关键路径。

委托代理理论与管理层权力理论及其两种假说是建立在一个封闭系统中的，这种去情景化的本质导致了它们难以准确比较与解释不同组织与制度环境下不同公司治理安排的有效性。并且，在上述理论指导下所进行的诸多实证研究并未取得一致的结论，这更引起了学术界对其合理性的质疑。基于创新经济学的组织控制理论推动了公司治理理论的核心问题从“价值分配”到“价值创造”的演进。以该演进路径为基础，从动态内生性视角出发研究高管激励的整合效应，是对高管激励研究领域的深化与拓展。鉴于此，本书将匹配范式的研究视角与协同论相结合，以公司治理理论的演进路径为导向，在对高管薪酬、股权、控制权、声誉等激励契约的特征与作用机理进行分析与比较的基础上，对上市公司高管激励契约的配置方式与协同效应进行了理论与实证研究，继而阐释了高管激励协同的实现机理。主要章节安排如下。

第1篇，高管显性激励契约研究。

第1章，随着公司治理实践的深入，高管显性激励与代理成本关系的研究引起了国内外学者的广泛关注。通过梳理相关文献，本章从最优契约

理论、管理层权力理论和心理所有权等理论视角对高管显性激励安排（薪酬激励、股权激励、期权激励）与代理成本关系的研究成果进行述评，发现该领域研究正在逐步由关注单一激励安排的局部均衡分析阶段，向更加注重协同效应的一般均衡分析阶段过渡。基于现有研究存在的不足，本章通过进一步分析，提出了未来研究展望，即正确区分股权和期权激励对代理成本的不同影响、系统考虑显性激励与隐性激励的协同效应、深化心理因素对高管激励安排的治理效果等内容，以期为后续研究提供有益的理论探索。

第2章，以双重代理理论为基础，运用中国上市公司2007~2013年的平衡面板数据对高管薪酬管制的利弊进行分析，并探讨在不同产权性质公司中多元治理主体对薪酬管制的调节效应及其差异。结果表明：薪酬管制利弊并存，表现为对高管在职消费的抑制作用与对大股东防御效应的促进作用；在国有控股公司中，董事会行为对高管薪酬与在职消费的关系具有负向调节效应，机构投资者治理对高管薪酬与大股东防御效应的关系具有负向调节效应；在民营控股公司中，管理层权力对高管薪酬与在职消费的关系具有正向调节效应。因此，理性权衡薪酬管制利弊并有效利用治理主体的制衡作用才是提高薪酬合理性的必要途径。

第3章，基于双重委托代理框架，构建了公司治理主体的权力博弈对股权激励的影响路径分析模型，并运用2007~2012年中国民营中小上市公司面板数据进行实证分析。研究发现：作为民营中小上市公司的核心治理主体，经营层与终极控制人的权力博弈对股权激励强度及其双重效应均具有显著影响。具体而言，经营层权力对股权激励强度具有显著的正向影响，终极控制人权力则对其产生负向影响，两者在对股权激励强度作用的过程中存在冲突，终极控制人权力对股权激励强度的负向作用更为强烈；股权激励对第一类代理成本具有抑制效应，而在经营层权力与终极控制权力的双重调节效应下，这种抑制效应更为凸显；股权激励对第二类代理成本的作用并不显著，但这种作用过程同样受到来自两类权力双重调节效应的显著影响。

第4章，民营中小企业的可持续成长问题是现阶段理论界与实践界共同关注的焦点。基于内部因素成长理论与双重委托代理分析框架，以2007~2011年中国民营中小上市公司的平衡面板数据为样本，探讨高管股权激励对民营中小企业成长的影响机理，结果表明：高管股权激励能够有效抑制股东与管理层之间的第一类代理成本，但对于由控股股东与中小股东利

益冲突而形成的第二类代理成本并没有显著影响；同时第一类代理成本在高管股权激励与民营中小企业成长之间具有显著的中介效应，即股权激励以抑制第一类代理成本为影响路径对民营中小企业成长产生促进效应，但第二类代理成本的中介效应并未显现。

第2篇，高管隐性激励契约研究。

第5章，控制权激励作为一种重要的高管隐性激励契约，在本质上具有双重性，应从非线性视角出发对其与技术创新的关联性进行重新审视。高管激励契约对技术创新的显著影响受到理论界与实践界的普遍关注，但以往研究多以显性激励为主。本章基于创新经济学相关理论，运用中国高科技上市公司2007~2010年的平衡面板数据，对高管控制权激励与技术创新动态能力的关联性进行实证检验。结果表明：技术创新动态能力由技术创新投入能力、技术创新产出能力、技术创新转化能力三个维度构成；控制权激励与技术创新动态能力之间存在显著的倒U型关系，即当达到极值之前，控制权激励以积极性为主导从而对技术创新动态能力具有促进效应，但超过此极值，控制权激励的消极性逐渐凸显，转而对技术创新动态能力产生明显的抑制效应。因此，保持适度的控制权激励力度，并对显性激励与隐性激励进行合理配置是提升上市公司技术创新动态能力的理性选择。

第6章，现代公司普遍以薪酬、股权等显性契约对其高管进行激励，但随着该类契约局限性的逐步凸显，深入探究如何发挥声誉的激励效用，是实现不同高管激励契约配置与协同的前提与基础。本章承续经济学、社会学、管理学对声誉提出的理论框架，通过案例研究方法，揭示了声誉的三重激励效用，即信号效用、工具效用和心理效用。并从实践层面归纳新的研究发现，阐释了激励效用的实现途径，构建了以声誉为激励物和强化物的循环性声誉激励机制。以期通过深化声誉激励的研究为公司高管激励的理论和实践提供有益指导。

第7章，将质性研究与量化分析相结合，对中国情境下高管声誉激励契约的强度、效用及作用途径进行研究。首先对部分高管进行深度访谈，继而运用中国上市公司2007~2013年的平衡面板数据进行实证检验，结果表明：高管声誉激励强度与公司规模显著正相关，高管人力资本在两者之间具有中介作用；声誉激励通过与显性激励的交互效应从而对公司绩效产生间接的效用，具体而言，声誉激励与薪酬激励之间存在互补效应，与股权激励之间存在互替效应；产权性质能够对高管声誉激励效用产生显著

的影响。

第8章,随着高管显性激励契约的局限性逐步显现,强化声誉等隐性契约的作用从而实现两者的协同,是提升激励效用的关键途径。本章从社会嵌入视角出发,通过多案例的探索性研究,剖析并阐释了高管声誉激励的作用机理。研究表明:高管行为嵌入社会中为高管带来声誉资本,声誉资本是高管人力资本、社会资本、心理资本的集合;关系嵌入和结构嵌入通过社会行为规范、商业互惠原则、信任机制、二次信任机制和三层次网络结构等要素对高管行为产生引导和强化作用;声誉资本通过集合激励效用作用于高管行为,从而形成社会嵌入下公司高管声誉激励机制的闭合循环。

第3篇,高管激励契约配置与协同:价值分配视角。

第9章,由于实际控制人的存在,中国上市公司的高管激励研究需要将实际控制人的影响纳入高管激励研究中。基于此,本章引入“双向治理”研究视角,期望通过考察实际控制人在高管显性激励安排有效性中的影响,即高管迎合实际控制人需要的管理层权力,探索中国上市公司高管显性激励安排的治理效应。研究发现货币化薪酬呈现积极的治理效应,但是高管持股却容易诱发代理问题,并且弱化货币化薪酬的激励效果。进一步分析,高管期权激励的作用主要体现在对于货币化薪酬与代理成本关系的调节效应中,并且主要见于民营企业和高科技行业中。本章研究表明,中国情境下更为有效的高管显性激励组合应该是充分考虑实际控制人的潜在影响,构建货币化薪酬与期权激励的有机结合,同时还需要兼顾高管持股的负面治理效应和期权激励的适用情境,进一步优化上市公司高管显性激励的制度安排。

第10章,基于生命周期和委托代理理论,在价值分配视角下,阐释了生命周期演进过程中高管效用敏感性变化规律以及不同高管激励机制运行特征,构建了高管激励契约最优动态配置方案,并利用中国高科技上市公司2010~2013年面板数据,对高管激励契约体系对企业价值分配的影响进行实证检验。研究结果表明,在企业成长期和蜕变期,高管薪酬激励能够有效抑制代理成本;而高管声誉激励机制仅在企业成熟期表现出了对代理成本的抑制效应;生命周期各阶段内,控制权激励均未发挥出显著的治理作用,相反在蜕变期,控制权沦为了高管挖掘私人利益的工具。因此,改善薪酬激励期限结构,提升声誉激励和高管市场约束的持续性,构建高管控制权管理制度体系是实现高管激励契约最优动态配置的必经之路。

第4篇, 高管激励契约配置与协同: 价值创造视角。

第11章, 基于创新经济学的组织控制理论推动了公司治理的核心问题从“价值分配”到“价值创造”的演进。本章从促进技术创新这个重要维度对高管激励效应进行重新界定与测度, 并运用我国高科技上市公司2007~2010年的平衡面板数据, 对薪酬激励、股权激励以及控制权激励等主要激励契约之间的交互关系及其对技术创新的整合效应进行实证检验, 得出以下结论, 股权激励在薪酬激励与控制权激励的双重调节作用下, 对高科技公司的技术创新具有促进效应, 即三者的整合, 而非单一机制对技术创新产生作用; 具体而言, 股权激励与薪酬激励存在互补关系, 与控制权激励之间存在互替关系。因此, 以技术创新为导向, 应在高科技公司内部建立以强化股权激励、稳定薪酬激励、弱化控制权激励为特征的高管激励整合体系。

第12章, 根据创新经济学及其衍生理论的相关观点, 高管的创新动机与创新战略决策能力将对企业的技术创新动力与路径选择产生重要影响。本章基于线性与非线性分析的整合视角, 运用中国民营中小上市公司2007~2012年的平衡面板数据, 对高管激励契约与企业技术创新动力及路径选择的关联性进行实证检验, 结果表明: 高管薪酬激励与股权激励均能够对民营中小上市公司的技术创新动力产生正向影响; 两类激励契约对于公司技术创新路径选择也具有显著影响, 但两者的激励强度均与内部自主研发途径的选择倾向之间存在倒U型关系, 而对于外部技术引进路径选择的影响并不显著。因此, 进行高管激励契约结构的合理设计是为民营中小企业自主创新提供动力的重要途径。

目 录

第 1 篇 高管显性激励契约研究

第 1 章 高管显性激励与代理成本关系研究评述	3
1.1 引言	3
1.2 高管显性激励与代理成本关系研究现状：局部均衡分析	4
1.3 高管显性激励与代理成本关系研究进展：一般均衡分析	16
1.4 未来研究展望	19
第 2 章 高管薪酬管制、产权性质与双重代理成本	25
2.1 引言	25
2.2 理论分析与研究假设	27
2.3 研究设计	31
2.4 实证研究结果分析	33
2.5 主要结论与政策建议	39
第 3 章 权力博弈视角的股权激励双重效应分析	44
3.1 引言	44
3.2 理论分析与研究假设	45
3.3 研究设计	49
3.4 实证结果分析	51
3.5 结论与启示	57
第 4 章 股权激励对中小上市公司成长的影响机理	60
4.1 引言	60

4.2	文献回顾与研究假设	61
4.3	研究设计	65
4.4	实证检验结果分析	67
4.5	结论与启示	71

第2篇 高管隐性激励契约研究

第5章	控制权激励的双重性与技术创新动态能力	77
5.1	问题提出	77
5.2	理论分析与研究假设	79
5.3	研究设计	84
5.4	实证结果分析与讨论	87
5.5	主要结论与政策建议	93
第6章	公司高管声誉的三重激励效用及其实现途径	99
6.1	引言	99
6.2	理论探讨与命题提出	100
6.3	研究设计	104
6.4	研究发现	107
6.5	研究结论与政策建议	112
第7章	高管声誉激励强度的决定因素与作用效果	117
7.1	引言	117
7.2	理论分析与研究假设	118
7.3	研究设计	122
7.4	实证研究结果与分析	124
7.5	主要结论与政策建议	130
第8章	社会嵌入视角下高管声誉激励的作用机理	133
8.1	问题提出	133
8.2	理论探讨与命题提出	134
8.3	研究设计	138

8.4 研究发现	141
8.5 研究结论与政策建议	149

第3篇 高管激励契约配置与协同：价值分配视角

第9章 上市公司高管显性激励契约配置效应研究	157
9.1 引言	157
9.2 理论回顾与假设提出	159
9.3 研究设计	165
9.4 高管显性激励与代理成本关系研究	167
9.5 高管显性激励有效性的情境化因素分析	174
9.6 研究结论与讨论	179
第10章 生命周期情境下高管激励契约动态配置：价值分配视角	185
10.1 问题提出	185
10.2 理论分析与研究假设	187
10.3 研究设计	193
10.4 实证结果分析与结果讨论	197
10.5 主要结论与政策建议	202

第4篇 高管激励契约配置与协同：价值创造视角

第11章 技术创新导向的高管激励契约整合研究	209
11.1 引言	209
11.2 理论分析与研究假设	210
11.3 研究设计	212
11.4 实证结果分析与讨论	215
11.5 主要结论与政策建议	219
第12章 高管激励契约配置、技术创新动力与路径选择	223
12.1 引言	223

12.2	理论分析与研究假设	224
12.3	研究设计	226
12.4	实证结果分析	229
12.5	结论与政策建议	233
后记		237

第 1 篇

高管显性激励契约研究

第1章 高管显性激励与代理成本关系研究评述*

随着公司治理实践的深入,高管显性激励与代理成本关系的研究引起了国内外学者的广泛关注。通过梳理相关文献,从最优契约理论、管理层权力理论和心理所有权等理论视角对高管显性激励安排(薪酬激励、股权激励、期权激励)与代理成本关系的研究成果进行述评,发现该领域研究正在逐步由关注单一激励安排的局部均衡分析阶段,向更加注重协同效应的一般均衡分析阶段过渡。基于现有研究存在的不足,通过进一步分析,提出了未来研究展望,即正确区分股权和期权激励对代理成本的不同影响、系统考虑显性激励与隐性激励的协同效应、深化心理因素对高管激励安排的治理效果等内容,以期为后续研究提供有益的理论探索。

1.1 引言

随着公司规模逐步扩大以及融资方式的多样化,职业经理人作为一个股东的代理人群体开始登上国际主流商业舞台,旨在提高经营效率。但是由于委托人与代理人的天然矛盾(信息不对称、激励不相容、监管不完善等)而引发的代理问题诱使着经理人不断蚕食股东的利益(Jensen and Meckling, 1976)。为了促进股东与经理人利益的趋同化,上市公司相继推出各种以货币收益为核心的高管激励措施,如薪酬、红利、期权等显性激励手段,意在通过合理的利益分配,实现激励相容、弱化经理人自肥的动机,进而降低代理成本、避免机会主义行为导致的利益损失。在上市公司治理实践中,高管显性激励是否能够真正实现激励相容、降低代理成本?为了回答

* 本章内容发表在《外国经济与管理》2016年第1期。

这一问题，越来越多的学者，通过理论分析和实证检验，进行了诸多有益的探索，并且研究也呈现全面性、多样化（如薪酬激励、股权激励等），但是遗憾的是结论并不相同。针对研究结论的分歧，本章梳理了近年来高管显性激励与代理成本关系研究的文献，并基于理论基础进行了相应归类，发现现有研究结论的分歧主要源于三个方面，即缺乏对股权与期权治理效应异质性的认识、鲜有关注显性激励措施的协同效应、忽视可能存在的隐性激励等，并结合以上不足提出未来展望，希望为解决研究分歧、为我国公司高管激励的优化提供有益提示。

1.2 高管显性激励与代理成本关系研究现状： 局部均衡分析

为了实现激励相容、解决委托代理理论下的道德风险问题，上市公司在治理实践中采用了不同类型的显性激励措施，如固定薪酬激励、股权激励等。本章遵循高管显性激励制度安排的演进，分别从不同理论视角（最优契约理论、管理层权力理论、心理所有权理论）对各种激励制度安排（薪酬激励、股权激励、期权激励等）与代理成本关系的研究进行梳理，发现该领域研究虽然实现了较大程度的合理化演进，但是尚处于局部均衡分析阶段，即缺乏对于各种显性激励制度安排协同效应的关注，并且忽视了可能存在的隐性激励等，这些潜在的不足可能导致了现有研究结论的分歧。

1.2.1 最优契约理论：如何优化高管显性激励的治理效果？

最优契约理论认为，委托人能够设计一套完善的机制，以激励和约束代理人的机会主义行为。但是由于人力资本重要性的提升以及对于契约完备性的关注，学者们在质疑最优契约理论时指出，固定薪酬激励无法有效解决激励相容问题（Lund and Polsky, 2011），原因在于契约的动态不一致性，即契约的有效性随着外部环境的变化而存在不确定性，需要避免对于完备合同的追求，上市公司的激励措施开始追求动态性和递延性，逐步从固定薪酬激励发展到激励性薪酬（绩效工资、高管持股等）、递延性薪酬（股权激励等），一方面激发代理人群体的积极性、降低代理成本；而

另一方面也可以补偿代理人群体的机会成本以及由此承担的风险。高管激励制度安排的演进过程,体现了学者们对于最优契约理论的批判性改进。

1. 高管薪酬激励与代理成本

遵循最优契约理论的研究思路,学者们对高管薪酬激励的研究结论相对一致,认为高管的薪酬与业绩具有正相关性,设计良好的薪酬激励契约可以有效结合管理层和股东的利益,缓解经理层自利引发的代理行为(Frydman and Saks, 2010)。弗里德曼和萨克斯(Frydman and Saks, 2010)通过研究1936~2005年美国上市公司数据,指出从较长的历史时期看,高管薪酬激励能够促进股东与高管的利益趋同化,并呈现出较强的薪酬—业绩敏感性。康勇和何(Conyon and He, 2011)则在研究了中国上市公司2001~2005年的数据之后,指出中国资本市场中高管的薪酬激励确实能够降低代理成本、提升公司业绩。但是,不完全契约理论指出,固定薪酬激励无法有效解决激励相容问题(Lund and Polsky, 2011),学者们开始放弃对于完备合同的追求,转而寻找辅助机制实现对于最优契约理论的有效补充和完善。监督机制的互补效应和薪酬合理化水平提升的替代效应,是目前学者们主要用以补充和完善最优契约理论的路径选择,其作为完善高管薪酬激励、降低代理成本的必要辅助机制,引起了学者们的关注。

监督机制的互补效应,细分为内源监督和外源监督的替代效应。内源监督的替代效应方面,主要体现在机构投资者和独立董事的监督效应,如林等(Lin et al., 2011)运用2004~2006年我国高科技行业上市公司的数据,研究了机构投资者和独立董事的监督对高管薪酬激励效果的积极治理效果。实证结果表明,高管薪酬激励可以有效降低代理成本,这种治理效果在高科技行业表现更为突出,通过进一步研究发现,机构投资者和独立董事的外部监督可以提高高管薪酬激励的有效性。康勇和何(Conyon and He, 2011)的研究结论也支持了来自独立董事的内源监督替代效应。

另外,国内学者陈仕华等(2014)则注意到了纪委的监督效应,他们运用2003~2012年A股上市公司数据为样本,研究发现国企纪委参与治理对高管非货币性私有收益有显著抑制作用,即国企纪委的外部监督作用有利于降低高管薪酬激励带来的代理成本。外源监督的替代效应方面,学者们主要关注了外部审计和媒体监督的替代效应。拉波尔塔等(La Porta et al., 1999)率先将外部治理机制引入公司治理研究,自此外部治理机制开始得到学者们的关注。为了有效利用外部监督的治理效应,学者们开