

经理人

激励机制研究

A Study on Incentive Mechanism
Design for Managers Based on
Stakeholders

夏 天 / 著

◆ 基于利益相关者的经理人博弈分析
◆ 基于利益相关者的经理人激励合约设计
◆ 基于利益相关者的经理业绩评价
◆ 我国上市公司激励效应的实证研究



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

经理人激励机制研究

夏天 著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

经理人激励机制研究/夏天著. —北京: 经济管理出版社, 2006. 12

ISBN 7-80207-794-X

I. 经... II. 夏... III. 企业—管理人员—激励—研究 IV. F272.92

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 138914 号

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 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 谭 伟

技术编辑: 蒋 方

责任校对: 全志云

880mm × 1230mm/32

7.5 印张 148 千字

2006 年 12 月第 1 版

2006 年 12 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

定价: 28.00 元

书号: ISBN 7-80207-794-X/F·669

· 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

夏天，男，湖北武汉市人，1976年9月出生。2006年6月毕业于华中科技大学管理学院，并获管理学博士学位，华中师范大学经济学院讲师。主要研究领域为：企业管理理论与方法、企业财务管理、公司治理等。曾在国内重要报纸杂志发表学术论文三十余篇，参与完成包括国家自然科学基金在内的多个项目。

责任编辑：谭 伟
装帧设计：杨丰瑜

序

本书是在作者博士论文的基础上，又经过修改、完善后，公开出版的个人学术专著。我作为导师，承担了夏天攻读博士期间的理论与博士论文的指导工作，值此论文即将出版之际，他邀请我作序，我欣然同意，希望把一篇质量较高的博士论文推荐给广大读者。

本书以基于利益相关者的经理人激励机制为研究对象，在选题方面具有一定的新意。我国企业改革已经经历了二十多年的时间，取得了很大的成就，同时出现了一些新问题。其中，突出的是如何完善以法人治理结构为核心的现代企业制度。国内外学者更多地从委托代理的视角入手，将经营者激励问题作为研究公司治理结构的重要切入点，很少考虑利益相关者对激励机制的影响。本书正是从利益相关者的视角入手，探求利益相关者的利益关系及其经理人的激励机制，这无疑对于增进现代公司本质及其价值的认识、弥补现有公司治理的缺陷、把握现代公司治理的发展方向有着重要的理论意义。利益相关者的治理问题不仅是各国企业发展进程中尚未很好解决的问题，更是我国深化企业改革所面临的新课题。本书研究将有利于发挥利益相关者的积极性，增进利益相关者创造价值；有利于提高企业的国际竞争力；有利于我国的国有企业的改革乃

至和谐社会的建设，对于正在进行市场化改革的、还未真正建立科学的治理结构的中国公司具有重要的现实意义。

基于利益相关者的经理人激励机制是国外公司金融和管理学研究的前沿领域，财务和会计学科的国际顶尖杂志上已经发表了一些相关论文。这些文章对利益相关者的治理问题进行了学术探讨，这为后续研究提供了一个坚实的基础。相比之下，国内的相关研究还处于起步阶段，研究焦点主要集中于探讨利益相关者共同治理的机理以及实证验证等方面，也有少数研究涉及利益相关者的绩效评价和收益分配、利益相关者分类管理定量研究等，这些研究为本书提供了理论模型和统计分析方法。

夏天同学经过三年的学习和研究，完成了博士论文《经理人激励机制研究》的写作。

本书首先在利益相关者的范式下重新界定了现代企业经营者的激励问题。作者在总结当前世界各国尤其是我国已有的相关文献研究的基础上，指出现有研究的不足和缺陷。然后，本书对比分析非合作博弈和合作博弈的机制及其效率的差异，尝试建立了利益相关者的多主体激励的相机抉择激励模型，并分别对主要利益相关者的激励合约进行分析，并建立了利益相关者对经理人业绩进行综合业绩评价的博弈模型和协商模型，在进行上述规范分析的基础上，本书提出相关理论假设，并通过我国上市公司的实证研究加以检验，从而得出我国上市公司经营者薪酬激励效果不显著主要源于未考虑利益相关者激励效应的结论。

本书的研究价值主要体现在如下方面：

（一）不同于股东价值为导向的委托代理，利益相关者价值取向的关系型治理理论的研究在国内还处于起步阶段。本书借助信息经济学的理论与方法，考虑机制设计中的激励相容约束和参与约束，通过采用规范分析对这一问题进行了较为全面的研究，填补了国内理论研究的空白。

（二）利益相关者是否会影响公司价值以及经理人的决策一直是公司治理领域研究的主要课题，这关系到利益相关者治理的有效性及其在企业战略中的应用程度。作者在借鉴国外实证研究方法的同时，充分考虑这些研究方法的研究背景、应用条件以及研究局限性，结合我国上市公司治理的实情，设计了符合当前我国转型经济特点的研究方案，提出了此类问题的新的研究视角。

全书思路清晰、逻辑清楚、方法正确、论证严密、论据充分、文字流畅，具有较高的学术价值，其结论对我国现实问题有一定的理论指导意义。

王宗军

2006 年 10 月 10 日

于华中科技大学管理学院

前 言

随着知识经济和网络经济的迅速发展，企业社会责任在全球兴起。各国政府部门、民间组织、行业协会等越来越关注企业社会责任，企业利益相关者不满足于企业对他们的关注，积极参与企业治理，促使企业关注利益相关者的价值。同时，企业价值的创造越来越难以离开利益相关者。经理人不再仅仅是股东的代理人，而是多个利益相关者的代理人。经理人作为公司价值最大化的实现者和经营决策的執行者，既要实现股东价值，又要兼顾利益相关者的价值，这无论对公司还是对经理人都是挑战，急需在经理人的激励合约、业绩评价和控制机制等方面加以创新。不同于委托代理的激励，利益相关者的激励是个多方博弈，他们将人力资本、知识资本、社会资本等要素投入企业，通过公司治理、组织再造、企业重组、战略联盟和虚拟经营等多种方式来协调彼此之间的利益冲突，并创造价值，参与价值分配，最终可能使企业达到某种稳态均衡。在这个稳态均衡的状态下持续发展可能比股东价值主导的非均衡模式更有社会现实意义。因此，利益相关者对经理人的激励不仅是各国企业和社会关注的焦点，更是转型时期我国企业改革亟待探索的全新课题。

经典委托代理机制无法系统地解决利益相关者的多主

体激励问题，本书由此提出了基于利益相关者的经理人激励机制的命题。本书以机制设计理论为基础，借助信息经济学和博弈论的分析方法，提出了基于利益相关者的经理人激励机制设计问题。本书对比分析了委托代理关系中的单委托人的非合作博弈和利益相关者关系中的多委托人的非合作博弈；对比分析了利益相关者关系中多委托人的非合作博弈和多委托人的合作博弈；阐述了利益相关者关系中多委托人的合作博弈达到均衡的必要条件和充分条件；提出了利益相关者相机抉择的经理人激励合约模型。

激励机制解决的核心问题是激励合约的设计和选择。经理人的激励合约与公司治理、管理行为密切相关。本书对利益相关者的激励合约进行依次分析，对激励合约的影响要素依次进行分析，侧重分析不同利益相关者参与公司治理的财务机制。

经理人业绩评价是激励机制设计的前提。本书建立了非对称信息下的业绩评价机制，剖析了经理人的业绩信息的传递机制，介绍了利益相关者的信息披露制度设计框架，提出了不对称信息下的业绩信号甄别，建立了基于利益相关者的多人多目标博弈的经理人业绩评价模型及利益相关者协商的经理人业绩评价模型，为利益相关者激励机制的设计提供了有力的基础。

激励效果的评价是激励机制设计的反馈环节。我国上市公司薪酬激励如何是个有待验证的问题，相关实证研究之所以没有得到显著性的结论，主要原因是没有在合约框架下考虑经理人控制权收益、利益相关者的治理以及经理

人面临的风险等因素的影响，并缺乏可靠的检验方法，本书为此提出如下改进措施：第一，对经理人的控制权收益进行科学计量；第二，考虑薪酬激励中利益相关者带来的影响；第三，考虑薪酬激励中的风险分担因素。本书先通过面板数据模型求得薪酬业绩敏感性，然后研究内生激励变量、利益相关者的治理变量、风险变量的激励效应对薪酬业绩敏感性的影响。本书进一步上升到资本市场角度来对薪酬激励效果进行分类考察，发现不同公司的风险分担失衡导致了公司效率和市场效率损失。

目 录

第一章 导 论	(1)
一、研究目的和意义	(1)
二、研究对象和范围	(5)
三、主要研究方法	(10)
四、本书结构安排	(11)
第二章 文献综述与评析	(14)
一、利益相关者的界定和分类	(14)
二、利益相关者的治理分析	(21)
三、经理人激励效应的检验	(32)
四、国内外研究的评述	(38)
第三章 基于利益相关者的经理人博弈分析	(42)
一、利益相关者的非合作博弈机制研究	(43)
二、利益相关者的合作博弈机制研究	(50)
三、利益相关者相机抉择的经理人激励机制	(63)
四、基于利益相关者的经理人激励机制设计	(70)
第四章 基于利益相关者的经理人激励合约的设计 	(81)
一、激励合约的目标设计	(81)

二、股东激励的合约设计	(85)
三、债权人激励的合约设计	(97)
四、员工激励的合约设计	(104)
五、政府规制激励的合约设计	(107)
六、其他利益相关者激励的合约设计	(110)
第五章 基于利益相关者的经理人业绩评价	(113)
一、经理人的信息传递和信息披露机制	(113)
二、不对称信息下的经理人业绩信号甄别	(129)
三、基于利益相关者博弈的经理人业绩评价	(141)
四、基于利益相关者协商的经理人业绩评价	(149)
第六章 我国上市公司激励效应的实证研究	(159)
一、研究设计	(159)
二、研究假设	(163)
三、数据与方法	(168)
四、分析与结论	(186)
第七章 本书的研究局限与研究展望	(208)
一、研究的主要局限	(208)
二、研究的展望	(209)
参考文献	(211)
后 记	(227)

第一章 导 论

一、研究目的和意义

经理人从来没有像现在这样备受利益相关者的关注。美国公司治理结构的权威研究组织 Corporate Library 最新发布的调查报告显示, 2003 年以来, 美国企业 CEO 的薪酬平均增长 15%, 大企业的增幅更是高达 22%, 尽管社会呼吁对企业 CEO 的收入加以约束, 但他们去年收益总水平平均上涨 9.5%。美国企业 CEO 的报酬与公司业绩的关联度很小, 好像任何想要制约企业高管人员报酬的机会都已消失殆尽。2005 年 9 月, 由 GRI (Global Reporting Initiative) 发起的、欧洲最大的通讯咨询网络 Pleon 发布的 2005 年全球利益相关者调查报告显示, 全球 58 个国家的利益相关者对公司社会责任 CSR (Corporate Social Responsibility) 表达了积极看法, 其中 58% ~ 62% 的利益相关者认为, 公司的主要社会责任在于管理人权、生态和能源相关的公司运营、员工健康和安全、气候保护以及环保等有关活动, 而这些问题恰恰被公司放在次要位置。并且, 全球公司的股东或投资者开始积极关注利益相关者的看法, 比如英联邦国家的公司开始注重“社会许可生产”

的看法，而欧洲大陆的公司更多地被“比竞争更要好”的经营理念所影响。

20 世纪 90 年代以来，西方国家的劳工组织、消费者团体、人权组织和环保组织等非政府组织发动了 CSR 运动，发达国家的非政府和政府纷纷制定企业责任的法律法规。英国《Hample 报告》（1998）、《OECD 公司治理原则》（1999）、《美国商业圆桌会议公司治理声明》都把利益相关者放在相当重要的位置。世界企业可持续发展委员会（WBCSD）认为，企业社会绩效的主要内容涉及人权、员工权益、环保、社区参与、供应商关系、利益相关者的权益等方面。包括联合国、世界银行、OECD、欧盟、世界经济论坛的许多重要国际组织以及学术机构对 CSR 予以高度关注，并给出了定义。尽管对 CSR 有多种表述，但是其基本内涵和外延一致，即 CSR 是指企业在追求营利的同时，要承担社会责任，发展要合乎社会道德规范，要维护企业利益相关者、特别是劳动者的权益和环境保护，以最终实现可持续发展。CSR 已成为对一流企业的公认标准。从国际社会责任组织的 SA8000，到“道琼斯可持续发展指数”、“Deminor 指数”，到英国的 Footsie for Good、澳大利亚的 Reputex 等，国际社会越来越看重 CSR，并加以量化来付诸实施。社会责任国际（SAI）制定的社会责任认证标准 SA8000 已经成为欧美国家商品进口的“通行证”。这其中最具代表性的要属 SA8000，SA8000 劳动保障、人权保障和管理系统三个方面，对企业履行社会责任提出了一系列最低要求，其中，雇员利益

是 CSR 中最直接和最主要的内容和侧重点。利益相关者的关注导致了企业社会责任的兴起，利益相关者的治理对经理人的影响日益加大。

西方国家企业的管理实践证明，激励机制在促进企业改善经营管理与实现经济增长方面发挥着举足轻重的作用。激励机制不仅取决于现代企业的目标、性质及其制度的演化，还取决于企业的利益相关者。近年来，全球竞争日益加剧，过度关注股东价值的行为损害了企业其他相关者的利益，比如员工对组织的忠诚度和责任心明显下降。另外，随着市场竞争环境的加剧和知识经济的发展，作为知识载体的人力资本成为企业价值增值的源泉，收益共享的激励机制促使利益相关者共同发展，为股东以及利益相关者带来了更高的回报，仅仅维护股东的利益是不够的。同时，经理人在企业中发挥着举足轻重的作用，他们对公司经营决策有很大决定权，肩负着多种职能但又难以监督，其行为和业绩难以评价，不对他们的价值贡献进行科学的评价，就无法确认他们的贡献，无法使激励机制成为有效的战略管理工具。在新的环境和条件下，利益相关者积极参与公司治理，激励经理人来创造价值，经理人的激励问题不只是股东或投资者最为关心的问题，更是利益相关者最为关心的问题，利益相关者的激励问题自然成为各国现代企业亟待破解的课题。

在转型经济当中，伴随着我国产权制度改革和内部契约制度的变迁，国有企业形成“行政干预下的经营者控制型”治理结构，公司所有者普遍面临的问题是如何通

过健全的激励机制来促使经理人完成所有者的目标（杨瑞龙、周业安，1998）。20 世纪 90 年代以来，我国借鉴英美国家的发展经验，逐步实现所有权和经营权分离，同时通过建立以市场为导向的激励约束机制，来改善国有企业的经营业绩。诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·莫里斯认为，对中国经济发展的良好势头起最直接推动作用的是与利润直接挂钩的奖励制度，其核心是如何解决股东和经理在利益上的冲突产生了委托代理问题。对我国上市公司而言，高度集中的股权结构采取双重的委托代理机制即控股股东与经营者、中小股东与控制股东（中小股东的代理人）之间的委托代理机制设计将更有效（冯根福，2004）。利益相关者的治理滞后于股东激励机制的建设，基于利益相关者的经理人激励机制成为构建现代企业制度的最为薄弱的环节，具体表现在如下方面：①国有企业治理效率低下。②债权人和员工等主要利益相关者参与企业治理的效果不理想。③薪酬发放与公司业绩不相称，薪酬激励失效，经理人的工作积极性下降。④经理人的贡献得不到应有的承认，引发了经理人的财务舞弊、财务操纵行为。⑤企业为争夺优秀的经营管理人员付出高昂的成本。上述问题导致企业运营效率不高，业绩增长乏力，甚至触及企业的生存和发展，极大地损害了包括广大投资者在内的利益相关者的利益，动摇了证券市场的基石，破坏了国民经济的细胞。而且，我国企业不同于西方企业，员工、政府等利益相关者一直对我国企业有着重要影响，他们对我国企业的改制和发展、社会稳定作出了重要的贡献。伴