



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

管理层权力、薪酬激励与绩效

——基于中国证券市场的理论与实证研究

Managerial Power, Compensation Incentive and Performance:
An Theoretical and Empirical Research Based on
China's Security Markets

卢 锐 著



中国财政经济出版社



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

管理层权力、薪酬激励与绩效

——基于中国证券市场的理论与实证研究

Managerial Power, Compensation Incentive and Performance:
An Theoretical and Empirical Research Based on
China's Security Markets

卢 锐 著

F279.246
109



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层权力、薪酬激励与绩效：基于中国证券市场的理论与实证研究 / 卢锐著. —北京：经济科学出版社，2008.3

(投资者保护与会计研究丛书)

ISBN 978-7-5058-6953-0

I. 管… II. 卢… III. 上市公司-企业管理：劳动工资管理-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 018508 号

责任编辑：文远怀 卢元孝

责任校对：杨晓宝

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

管理层权力、薪酬激励与绩效

——基于中国证券市场的理论与实证研究

卢 锐 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787×1092 16 开 13 印张 269000 字

2008 年 3 月第 1 版 2008 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5058-6953-0/F·6205 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

本书获国家自然科学基金重点项目
(批准号: 70532003) 资助

总 序

投资者保护与会计是近年来会计研究的一个新领域。该领域研究在国内的兴起，与我国会计学家、中南财经政法大学郭道扬教授的亲自倡导密不可分。记得早在 2002 年，郭教授就在国家自然科学基金管理学部评议组会议上呼吁设立会计方面的国家自然科学基金重点项目。到了 2003 年，他明确提出产权保护导向的会计控制研究，撰写了研究大纲，并组织中南财经政法大学、北京大学、中山大学和湖南大学的会计教授在中山大学进行专题研讨，进一步完善了该领域的研究思路和内容。年底，他正式向国家自然科学基金管理学部提交了“产权保护导向会计控制研究”重点项目的建议书。在 2004 年国家自然科学基金管理学部评议组的会议上，郭教授的建议得到了评议组成员和学部领导的支持，正式列入 2005 年的重点项目指南。2005 年，多家大学申报该重点项目，我与刘峰、谭劲松等教授联合财政部会计司的刘玉廷司长也组织填报了一份申请书。最后，评议组和学部批准由中山大学和北京大学分别承担该项目。

改革开放以来，我国的经济改革一是用市场价格机制代替了中央的计划指令；二是在国有企业自身进行产权改革的同时，非国有企业在国有企业之外成长起来（盛洪，2002）。特别是《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》（以下简称《决定》）提出大力发展“混合所有制经济”，使股份制成为公有制的“主要实现形式”之后，产权保护成为国家制定政策、企业实践和学术研究中值得进一步关注的一个重大课题。

西方市场经济发达国家以私有产权为基础，产权界定清晰，产权纠纷解决机制完善。与之相比，我国的产权关系要复杂得多。首先，我国的产权关系还处于不断明晰与调整变化的过程之中。“归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅”这十六个字本身就表明，我国的产权归属不清晰、相关各方的权责不明确、对产权的保护不严格。其次，我国的产权关系由多种形式的公有产权和非公有产权所构成。《决定》提出：国家将不断提供新的机制，使非公有经济能更多地参与到国有经济的改革当中，通过发展混合所有制，强化国有经济的控制力；国家保护个体经济、私营经济等非公有制经济的合法权利和利益。第三，国有产权的有效行使还是一个比较大的难题。尽管国有产权在概念上可以是明确的，但一个有效的产权还要能在现实中有效行使。进而言之，在所有权与控制权相分离的现代企业中，始终存在着委托人与代理人之间的利益冲突，公司治理结

构作为这一冲突的解决方案也仍然要承受代理费用（张维迎，1995）。第四，我国复杂的产权关系还包括上市公司的股权分置、大股东对小股东的侵占、管理层对投资者的侵占、“内部人”对“外部人”的侵占，以及权益投资者与债权投资者之间的关系等。让复杂的问题更加复杂的是，我国现有的、与产权保护相关的法律制度，仍然处在不断完善之中。最后，随着利益相关者观念的兴起，特别是人力资本地位的提升，经营者产权和劳动者权益问题又被提了出来。总之，我国的产权保护面临着一个特定的制度背景，我们总称为“复杂产权关系”。

实现产权保护，应当是多层面、多角度的，包括社会制度安排、法律、产权改革和现代企业制度建设等多条渠道。其中，借助会计的定价功能和治理功能，通过充分界定产权主体各方的信息权利和相应的信息优势，能够在一定程度上发挥产权保护的功效。因此，本项目集中研究如何利用会计信息和会计控制方式实现有效的产权保护。

根据目前我们对有关产权文献的理解，考虑到有关的产权概念与会计的关系，本项目的研究设计采用“产权的核心内容是契约权利和剩余权利”这一理解。产权保护的关键也就是：如何有效地实现与产权相关的契约权利和剩余权利。在这里，契约权利可以由国家的法律法规、企业的正式合同或其他形式的契约所约定，剩余权利也不一定仅仅是由投资者所独占。但无论采用怎样的具体形式，投资者与管理层之间的信息权利及信息优势转换都会直接影响到有关各方契约权利和剩余权利的真正实现。

信息改变权利的分配。人们的认识是其所掌握信息集合的函数，认识随着信息集合的改变而变化。信息通过改变认识，从而改变权利的分配。变化过程遵循以下途径：信息改变认识，新的认识导致权利冲突，权利冲突通过改变权利分配获得解决（科尔曼，1999）。这些认识同样适用于对产权及产权保护的分析，同样适用于对契约权利和剩余权利有效实现的研究。新的信息的产生，会改变现有的产权配置结构，衍生新的主张和权利。但从有关的文献看，经济学虽然意识到信息在产权保护中的作用（Aghion and Tirole, 1997; Tirole, 2001; Rajan and Zingales, 2000; 杨瑞龙、刘刚，2002; 张维迎，2003），但是，它通常借助“完备知识”假设和“完美市场”。环境假设回避了信息问题。会计研究则相反，它直面投资者与管理层的信息权利冲突，特别是委托代理契约签订后管理层的信息优势及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响。也正是透过这一角度，我们认为，会计能够在维护产权主体各方的相关利益方面发挥积极作用。

会计具有定价功能和治理功能（Healy and Palepu, 2001）。信息的不对称分布会影响市场功能的发挥（Arrow, 1969）。代理人的信息优势可能引发其机会主义行为，由此带来的外部性是对投资者相关权益的侵害，也可能影响社会整体福利的改进。产权的界定和明晰化是对外部性的一个内在化过程（internalization），而消除可能的信息不对称则为这一过程提供了关键支持。作为一个以提供财务信息为主的信息系统，会计为旨在保护投资者的相关制度提供了必要的支持。事实上会计本身也可视为实现投资者保护的一项机制，因应投资者可能面对的不同机会主义侵害，会计可以通过定价功能和治理

功能发挥其在投资者保护中的作用（魏明海等，2007）。

投资者进入市场首先面临的是逆向选择问题。会计通过向潜在参与者传递信号、重新调整市场中的信息分布，有助于维持和改善外部市场的流动性（Sunder，1997）。这时会计的作用就表现为，将内部信息可靠地转化为外部信息以控制可能的逆向选择（Scott，2003）。为投资者提供有助于形成正确资产定价和投资决策的相关信息，减少由于错误定价或决策带来的损失，这正是会计实现投资者保护的定价功能（pricing）。道德风险是委托代理关系确立后投资者面临的另一个信息问题。由于投资者无法观察其行为，代理人可能为了最大化私人收益而侵蚀投资者财富，激励相容契约的提出正是为了缓解这一代理问题。由此，会计就在旨在约束代理人机会主义行为的契约中得到了运用，为反映代理人的努力程度提供了衡量尺度和相应的反馈制度（Scott，2003）。协助缔约并监督契约的履行情况，保证投资者获取相应投资回报，这就是会计实现投资者保护的治理功能（governance）。

由此不难看出，围绕产权的核心内容即契约权利和剩余权利，侧重于投资者保护，透过对信息权利及信息优势转换的分析，深入地、创新性地研究如何利用会计信息和会计控制方式实现我国复杂产权关系条件下有效的产权保护，具有重要的、有别于法学和经济学研究的意义。

现代会计产生时的受托责任天然地将会计实践定位为服务于产权保护，随后的会计理论研究和制度安排也自觉或不自觉地与产权保护联系了起来。由于产权的核心内容是契约权利和剩余权利，因此产权保护的一个关键是利用会计信息确立、有效实现与产权有关的契约权利和剩余权利。同时，利用会计的定价功能和信息功能，提升企业的经济业绩、有效地进行剩余分配，从而实现投资者权益的保值增值。同时，我国复杂产权关系条件下的产权保护问题，也对会计理论研究和制度安排提出了新的挑战。

本项目的学术思想是：利用会计学与产权经济学、法学、社会学、信息经济学和财务经济学等学科交叉的理论与方法，研究管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，创新产权保护导向的会计理论。在此基础上，将产权保护导向的会计理论应用于进一步研究：我国复杂产权关系条件下会计是如何透过其定价功能和治理功能，在促进产权交易、完善公司治理和强化内部管理控制中发挥作用，进而实现投资者权益保值增值的。这是因为，产权交易、公司治理和内部（会计）控制是与会计关系密切的产权保护的三个关键环节。在这三个环节中，会计对产权保护可以起到重要的作用。为了深入地分析上述问题，还将对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析进行研究。最后，将形成我国产权保护导向会计的相关制度安排。

对于上述学术思想，说明如下：

第一，用学科交叉的优势，分析信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响。具体是考察管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，为产权保护导向的会计理论研究提供更扎实、直接的理论基础。

第二,分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化,及其对与产权有关的契约权利和剩余权利确立、实现的影响。构建以产权保护为主要目标,宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

第三,研究我国复杂产权关系条件下产权保护导向的若干重要方面的会计与财务问题。由于我国复杂产权关系条件下涉及的产权保护导向的会计与财务问题比较多,按照有限目标、重点突破的原则,本项目将选择三方面的重要会计问题和一组典型的案例开展研究。三个方面的重要会计问题是:(1)产权交易中的会计问题研究,重点是产权交易过程中的会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动。(2)公司治理中的会计问题研究,重点是管理激励、代理人竞争与会计选择、盈余管理、信息披露。(3)内部(会计)控制与产权保护,重点是把内部(会计)控制作为会计信息质量的保证机制和企业内部管理控制的重要机制加以考察。我们预期:通过上述三个方面的研究,将揭示会计的定价功能和治理功能,尤其是会计如何改善产权交易、公司治理和内部控制的效率,提升经济业绩和实现公平有效的剩余分配,从而实现投资者权益保值增值。此外,本项目还将选择一组利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行深入的研究。

第四,在上述研究基础上,规划我国产权保护导向会计相关的制度安排,重点是:(1)产权保护导向的会计准则设计;(2)产权保护导向的信息披露监管制度设计;(3)高质量财务报告和信息披露的激励制度设计。

根据上述学术思想,本项目的研究目标是:(1)以信息权利为基础,构建管理层与投资者会计信息博弈模型,创新产权保护导向的会计理论;(2)提出我国复杂产权关系条件下会计作用于投资者权益保护的理论、方法和机制,形成产权保护导向会计的相关制度安排。

为了实现上述研究目标,本项目的研究分为以下7个专题:

(1)信息权利与产权保护的科学机理研究。本专题将利用学科交叉优势,在归纳相关学科对产权理论研究的文献之后,主要以GHM理论为基础,重点分析产权的核心内容即契约权利和剩余权利的具体表现;研究实现契约权利和剩余权利的障碍,包括回顾我国国有企业改革,分析承包制、租赁制、股份合作制、上市公司股份制改造及上市公司运作过程中投资者契约权利和剩余权利的实现障碍;利用社会学和信息经济学等的相关研究成果,分析权利形成的基础,确立权利生效的条件,研究信息权利的性质和特征,明确信息权利与产权关系之间的科学机理;分析委托代理关系中管理层与投资者的信息权利、信息优势转换,及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响;总结出信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响,尤其是管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、有效实现的机制。通过本专题的研究,确立信息权利与产权保护之间的科学机理,可以为产权保护导向的会计控制研究提供直接、有效的理论基础。

(2) 产权保护导向的会计理论创新研究。本专题首先就管理层的态度和偏好、会计选择机制、会计政策对投资者权益的影响进行理论分析;在此基础上,以会计信息为主要对象,侧重于分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化;分析会计信息质量变化对与产权有关的契约权利和剩余权利形成、实现的影响;形成产权保护、管理层信息优势与会计之间的逻辑关系,构建管理层与投资者会计信息博弈模型;创新以产权保护为主要目标,宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

(3) 产权交易中的会计信息与财富流动研究。本专题首先利用会计信息投资决策有用性原理,开展会计信息在投资决策应用的理论研究,重点是资本配置决策和投资时效决策;分别以国有股权转让、管理者收购、企业并购、内部(资本)市场运作、关联投资等为背景,对产权交易过程中会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动之间的关系进行经验研究;针对产权交易市场中普遍存在的“信息问题”,揭示财务报告和信息披露在产权交易中的角色,分析会计信息与股权定价之间的关系;构建分析我国上市公司管理层的披露决策模型,检验信息披露的资本市场交易、公司控制权争夺、所有权成本和股票报酬等假设;分析机构投资者和分析师等对管理层信息披露决策的影响,重点研究市场盈利预测与管理层盈余预期管理的关系,及其对管理层盈余预期的影响;最后,用上述理论解释产权交易过程中利用会计方法转移财富的现象。

(4) 公司治理中会计信息与管理激励、代理人竞争研究。本专题在分析“代理问题”与会计的契约角色基础上,考察我国企业契约(以与产权有关的各类契约为主)中使用会计数据的情况及其变化趋势,分析会计信息与公司治理的关系;重点研究我国实施不同类型股权激励和利润分享激励企业的会计选择、盈余管理和信息披露;检验会计行为对激励效果和投资者权益的影响;针对我国经理市场尚不发达,代理人竞争中存在大量的非市场化手段,研究会计信息与代理人竞争之间的关系,重点是代理人竞争中的盈余管理行为、信息披露策略,及其对投资者权益的影响。

(5) 内部(会计)控制与产权保护研究。在这里,我们一方面把内部(会计)控制理解为会计信息质量的一项重要保证机制,另一方面又把它看成是企业内部管理控制的一项重要内容。作为会计信息质量保障机制的内部(会计)控制,对发挥会计信息在提高产权交易和公司治理效率有重要的影响;作为企业内部管理控制内容的内部(会计)控制,对产权保护也有特殊的作用。本专题的主要内容有:分析内部(会计)控制与会计信息质量,内部审计、内部(会计)控制与会计信息质量之间的关系;形成会计信息质量的内部(会计)控制机制;对我国企业主要的内部(会计)控制(如预算、成本费用、对外投资、担保等)进行实地研究和问卷调查,对其实际的效率和效果进行分析;分析企业组织与内部(会计)控制之间关系,构建有助于实现产权保护的内部(会计)控制制度和方法体系。

(6) 利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析研究。本专题将重点对以下5类利

用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。它们是：私人股东侵占国有股东权益；管理层侵占投资者权益；大股东侵占小股东权益；国有股东侵占私人股东权益；此外，考虑到我国复杂产权关系条件下，权益投资者对债权投资者的侵占问题比较突出，本项目还将对股东利用会计信息侵占债权人权益的典型案例进行研究，主要涉及逃废银行债务以及债券持有人权益保护问题等。

(7) 产权保护导向会计的相关制度安排研究。本专题侧重于政策和应用研究，主要有三个方面：产权保护导向的会计准则设计，重点围绕会计准则制定基础（方法）、公允价值会计和稳健会计三个方面，设计我国的产权保护导向的会计准则；产权保护导向的信息披露监管制度设计，包括强制性披露的内容和监管方式，自愿性披露的监管方法、“公平信息披露”管制等；高质量财务报告和信息披露的激励制度设计，包括完善法律责任与诉讼制度、改进公司治理、增进对公共信息的需求、减少财务报告与披露的外部影响、调整税务与财务报告的联系方式、确立管理层的会计责任等。

通过研究，我们希望：(1) 以信息权利概念为核心，以管理层与投资者之间的信息优势转换为主线，完善产权保护导向会计研究的理论基础，创新产权保护导向的会计理论；(2) 以我国复杂产权关系为主要的制度背景，围绕会计的信息功能和控制功能，提供一系列有关会计信息与产权交易、会计信息与公司治理、内部会计控制与产权保护相关性的经验证据，形成系统化的产权保护导向的会计方法；(3) 对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行实地调查，总结经验教训，为政策制定和实践提供参考；(4) 规划、设计出一套具有政策建议和实际应用价值的我国产权保护导向会计的相关制度。

为了展示项目的研究成果，在经济科学出版社的大力支持下，我们决定分两辑出版《投资者保护与会计研究丛书》。现在出版的第一辑有7种，主要是项目的部分阶段性研究成果；将于2009年出版的第二辑，则是项目研究的最终成果。

由于投资者保护与会计是一个新的研究领域，我们的研究还很很不成熟，甚至存在错误。唯有不断交流、持续论争，学术才有源泉！

魏明海

2008年1月18日于广州康乐园

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 研究内容	(8)
第三节 本书结构	(10)
第二章 理论与文献基础	(13)
第一节 企业契约理论	(13)
第二节 薪酬契约的管理层权力理论	(22)
第三章 制度背景分析与理论预期	(32)
第一节 我国企业管理层激励制度的演进	(32)
第二节 对我国上市公司管理层权力的理论分析	(43)
第三节 公司治理及其环境对我国薪酬激励的影响分析	(54)
第四节 我国管理层权力对薪酬激励影响的理论预期	(58)
第四章 管理层权力与货币薪酬	(66)
第一节 管理层权力的指标选择	(66)
第二节 影响管理层货币薪酬的因素	(70)
第三节 研究设计	(74)
第四节 管理层权力影响货币薪酬的实证检验	(77)
第五章 管理层权力与货币薪酬动机的盈余管理	(100)
第一节 管理层权力与薪酬动机盈余管理关系的理论分析	(100)

第二节 研究设计	(103)
第三节 实证检验	(108)
第六章 管理层权力与股权激励	(115)
第一节 管理层权力对股权激励的影响	(115)
第二节 对我国管理层权力影响股权激励的理论分析	(118)
第三节 实证检验	(121)
第七章 管理层权力与在职消费	(126)
第一节 管理层权力对在职消费影响的理论分析	(126)
第二节 研究设计	(133)
第三节 实证检验	(136)
第八章 管理层权力与薪酬差距	(145)
第一节 薪酬差距理论与文献综述	(145)
第二节 对我国管理层权力影响薪酬差距的理论分析	(150)
第三节 研究设计	(152)
第四节 实证检验	(154)
第九章 管理层权力与公司治理环境	(161)
第一节 研究目的与研究设计	(161)
第二节 管理层权力型企业的治理特征分析	(164)
第三节 公司治理对管理层薪酬影响的实证检验	(170)
第十章 主要结论与局限性	(172)
第一节 主要结论与建议	(172)
第二节 局限性与未来研究方向	(175)
参考文献	(177)
后记	(193)
续后记	(195)

第一章

引言

第一节 问题的提出

一、国外学术界对管理层权力影响薪酬激励问题的关注

管理层^①的薪酬激励^②向来被认为是解决代理问题的一种重要的公司治理机制。股东大会选举出董事会，董事会再选聘管理层并确定其薪酬，被认为是现代企业管理层激励机制运行的基本模式。在这一模式下，董事会完全控制和决定高管的薪酬契约，由此可能制定出符合股东利益最大化的最优薪酬契约（詹森和麦克林，1976；Holmstrom，1979）。但是，近年来许多文献发现，公司高管在很大程度上影响甚至决定自己的薪酬。高管影响甚至决定自己的薪酬，是近年内部人控制领域研究的新进展。这种现象被一些学者披露以后，立即引起了财务学和法学界的兴趣，成为近年国外管理层激励领域研究的一个新的热点。正有越来越多的文献在分析这一现象，并探讨相应的治理完善措施。

较早的文献可追溯到 Crystal（1991），他认为公司高管在与股东谈判过程中掌握着大部分讨价还价的能力因而薪酬很高。Main（1993）实证发现一些 CEO 牢牢控制着公司董事的提名过程。Hallock（1997）进一步发现一些公司通过与其他公司互派董事结成关系网，造成高管报酬的决定不独立、不公正。Canyon（1997）发现 40% 的薪酬委

① 现代企业的基本特征是所有权与经营权分离，所有者与经营管理者分离。本书所指的管理层是指接受所有者委托，代为经营企业资产，通过支付管理劳动获取薪酬的经营管理者。严格的管理层概念只是指领薪的经理。我国的管理层概念相对复杂，多数文献的定义既包括中高层经理人员，也包括公司董事和监事，实际上相当于“内部人”概念。基于权力的集中性，本书主要研究董事长、CEO、总经理、副总经理等高级管理层。

② 在薪酬契约中，管理层激励的基本方式主要包括货币薪酬（包括基薪和绩效奖金）、福利（含在职消费）以及股权激励（包括管理层持股、业绩股票和股票期权等）。由于福利多与职位相关，与业绩的相关性较弱，国外研究货币薪酬（cashpay）以及包含货币薪酬和股权激励在内的总薪酬（totalpay）的激励效应的文献较多。而在我国，由于实施股权激励的公司较少，管理层持股的比例非常低，股票期权几乎没有实施，导致股权激励与货币薪酬激励相比相对处于次要地位，因此研究货币薪酬激励效应的文献偏多。福利消费主要由于数据取得受限，在以前文献中也研究较少。本书在分析薪酬结构时，将以货币薪酬为主，同时兼顾管理层持股和福利消费。

员会中端坐着 CEO 或其他执行董事，因此薪酬委员会并不独立，仍受高管的影响。Yermack (1997) 发现 CEO 总是在公司的好消息公布之前获得股票期权，并得出公司经理能够影响自身薪酬条款的结论。

学者们由此开始关注管理层权力 (managerial power) 对管理层利益的影响。比如，Core 等 (1999) 发现当董事会规模较大且很多外部董事由 CEO 来任命时，CEO 的薪酬往往很高。Shivadasani 和 Yermack (1999) 发现了 CEO 参与新的董事会成员选举从而减少自身所受监管压力的证据。Bebchuk 等 (2002) 和 Bebhuk 和 Fried (2003) 进一步提出了决定经理人员薪酬契约的两种理论：最优契约理论 (optimal contracting approach) 和管理层权力理论 (managerial power approach)。前者认为股东能够控制董事会，并能够按照股东价值最大化原则设计管理层薪酬安排，这种理论适合解释股权集中的公司；后者则强调作为股东利益代表的董事与股东之间本身也存在代理问题，董事会不能完全控制管理层薪酬契约的设计，管理层有能力影响自己的薪酬，并运用权力寻租 (rent extraction)，这种理论适合解释股权分散、存在内部人控制的公司。^① Bebhuk 等 (2004) 还明确指出管理层权力使得公司不按业绩向高管支付薪酬。Bebchuk 等的系列研究传递的信息是：管理层薪酬激励并不必然是解决代理问题的工具，它自身也可能成为代理问题的一部分。他们的文献成为该领域的经典文献，引发了对该问题的热烈讨论 (Murphy, 2002; Murphy and Zabochnik, 2004)，并促成该领域研究的繁荣。Dorff (2005) 还采取实验模型证明了管理层权力理论的存在。

近年研究管理层权力^①对薪酬契约的具体影响的文献主要是围绕管理层利益壕沟 (managerial entrenchment)^② 问题展开。管理层利益壕沟的基本含义是指公司高管能够通过其权力影响董事会或薪酬委员会，获取有利的薪酬契约条款，即使是在业绩连年下滑甚至亏损的情况下仍能继续维持其职位或者建立起一旦被取消职位将取得巨额利益补偿的薪酬条款。一些学者发现：高管能够影响薪酬委员会建立反收购条款，而且这些高管往往获得更高的薪金、更多的期权，更可能获得“金色降落伞”安排 (Borokhovich 等, 1997)；高管能够在股价下滑且股票期权到期无法行权的情况下，要求董事会对期权重新确定行权价 (Carter and Lynch, 2001)；高管通过影响力能够建立起有利于自己的各种期权激励条款 (Bebchuk 等, 2002)。Cheng (2005) 进一步分析了存在管理层利益壕沟的企业的薪酬业绩敏感度，发现这些公司管理层的薪酬与盈利业绩的敏感度更高，而与亏损业绩敏感度更低。

可见，研究管理层权力对管理层薪酬契约及其相关问题的影响正成为近年来国外管理层激励领域实证会计研究的主流话题，管理层权力假说已成为西方学术界解释高管薪

① 这里以及本书所研究的管理层权力并不是指高管人员具有的经营权力，而是泛指高管人员对公司治理机构（如董事会、监事会甚至股东会）的影响能力。当然，一般来说，经营权是管理层权力实现的前提。

② 也有许多学者将 managerial entrenchment 译为“管理层利益侵占”。

酬以及薪酬业绩相关性和敏感度的重要依据。这些研究对于我国开展高管激励的相关问题研究具有重要的参考意义。

二、我国存在管理层权力问题的现实可能性与研究必要性

自 20 世纪 80 年代以来,我国以放权让利为核心的改革模式逐步强化了对国有企业经营者的激励程度,90 年代以来管理层激励的方式逐渐多样化,管理层的薪酬和企业的绩效都取得了显著的提高。但是,90 年代后期,高管薪酬因为“59 岁现象”、“穷庙富方丈”等问题而成为社会关注的话题。与此同时,许多学者发现,我国管理层薪酬与企业绩效不相关或相关性很低(魏刚,2000;谌新民、刘善敏,2003)。对于该问题,学术界至今仍处于热度讨论中。笔者认为,造成管理层薪酬业绩相关性低的可能原因有很多。首先,管理层薪酬本身受很多因素影响,行业、规模、所处地域等都会直接影响管理层薪酬的大小。因此,模型中不严格地纳入控制变量,必然会影响回归方程中薪酬业绩系数的显著性。模型检验过程中不剔除各变量极端值的影响也会直接影响回归系数的显著性。其次,管理层的显性薪酬不能完全代表管理层激励,比如国有企业管理层的在职消费可能远大于货币薪酬,此外还有其他隐性收益等,对这些因素不加以考虑,可能影响结论的准确性。第三,会计业绩指标存在噪音,比如存在盈余管理,也会或多或少影响薪酬业绩的相关性。最后,管理层激励制度本身的确存在不合理,比如国有企业的薪酬限制、承担的多元化目标以及一些企业业绩评价制度的缺乏等,都会直接降低薪酬业绩的相关性。

值得注意的是,随着舆论的压力、观念的提升以及企业与市场制度的完善,近年来逐渐增多的研究表明,上市公司管理层薪酬与绩效已经呈现出一定的相关性,如陈志广(2002)、吴淑琨(2002)、刘斌等(2003)、张俊瑞等(2003)、魏明海等(2004a、2004b)以及杜胜利等(2005)。笔者认为,国外关于管理层运用权力影响甚至决定自己薪酬的研究给我们以巨大启示。深入分析管理层对自身薪酬契约的影响力问题,有助于我们从新的角度理解我国管理层薪酬以及薪酬业绩相关性问题,也有助于重新审视我国企业的薪酬激励和公司治理现状,得出新的治理措施。

事实上,在我国,上市公司高管影响自身薪酬完全有可能。我国上市公司最主要的所有权特征表现为“一股独大”。国有控股的主体地位,带来的是公司所有者缺位和控制权转移到内部人或管理层。具体来说,国家作为股东只能通过政府机构或国有资产经营公司来代为行使其权力,而这些机构的官员、管理者虽然在很大程度上享有对企业的控制权,但并不承担经营风险,因为他们并不是实际的剩余索取者,权力与责任的不对称导致控制权成为一种“廉价投票权”,即拥有投票权的人并不对投票的后果承担责任(张维迎,1999)。“廉价投票权”的后果是,一些并不具有经营才能但偏好于“控制权”的人可以通过贿赂拥有投票权的人来取得经营者岗位。只要经理不过分贪婪,保

持好自己与上级的关系,经理就会成为事实上的企业控制权拥有者。大量研究表明,国有企业存在严重的内部人控制(青木昌彦、钱颖一,1995;费方域,1996;杨瑞龙等,1998)。这种内部人控制极有可能发展到高管直接影响自身的薪酬契约。

△ 我国经济正处于转型过程中。原来的薪酬管理体制正在逐步瓦解,而新的薪酬管理体制尚未形成。目前,我国大多数国有企业负责人薪酬采取企业自报、国资委审核备案的方式,存在与经济效益脱节的情况^①。以中央国有企业为例,2002年初管理层的平均薪酬为25万元,2003年上升到36万元^②,增长44%,而同期中央企业的利润仅增长30%。据《中国企业家》杂志获得的一项权威调查结果显示,大部分中央企业负责人的平均薪酬水平比员工高出10倍左右,地产行业央企负责人与员工的收入差距最大达到27.6倍。国资委的前任和现任领导多次强调央企负责人与员工的薪酬差距不能再扩大^③。上市公司的情况更是如此。1998年上市公司管理层的平均年薪为5.17万元,到2001年平均年薪达到11.6万元,增长了1倍多。2002年、2003年和2004年分别为15.7万元、19.9万元和23.6万元,比2001年又翻了一番^④。与此同时,公司利润却没有同步增长。以2002年为例,当年沪深两市1221家上市公司的利润增长8.5%,而管理层薪酬上涨了19.5%。而且,管理层薪酬节节攀升带来的却是公司盈利能力的稳步下降。1998~2004年上市公司净资产收益率依次为:7.58%、8.12%、7.69%、5.51%、5.57%、7.34%、3.42%(朱奕锟,2005)。我们再来关注几个个案。较为极端的是,作为中央企业中航油的总裁陈久霖,把一个大型国有企业推向破产的深渊,却依然领取2350万元的年薪。此外,云铝股份在2004年净利润增长14.86%,公司三名高管的年薪增幅高达338%。桂柳工A在2004年净利润增长8.9%,而前三名高管的年薪却增长了44%。类似的现象很多。朱奕锟(2005)认为上市公司经营者薪酬飙升的速度和幅度与公司绩效增长相去甚远,甚至截然相反,并把这种经营者薪酬大大偏离其预定轨迹的现象称为“经营者薪酬之谜”。

与显性的货币薪酬增加相伴随的是过度的在职消费现象。但凡手里握有实权之人,就有权进行在职消费,从而形成了在国有企业经营者商务活动中从高层、中层到基层领导人员的在职消费群体(黄凤岗等,2005)。而且,有关调查显示,管理层的在职消费水平一般在其工资收入的10倍以上^⑤。

高管对自身薪酬的影响还不仅仅是表现在货币薪酬、在职消费方面,近年来兴起的股权激励体制改革也为高管寻租打开了方便之门。例如,2000年亚泰集团(600881)

① 李毅中:“在全国国有资产监督管理工作会议上的总结讲话”,<http://www.cnbm.com.cn/brow.asp?id=4240>,2005年1月17日。

② 央企高管平均年收入36万元,www.freecareer.com.cn/show.aspx?id=1703&cid=101,2005年5月10日。

③ 李荣融:央企负责人薪酬要主动接受职工的监督,《光明日报》,2004年12月14日。

④ 杨青:2004年上市公司高管年薪平均值已达到23.6万元,《北京青年报》,2005年5月8日。

⑤ 李旭红:国企老总要拿年薪了,《市场报》,2003年9月12日。

的业绩较上年提高了41.41%，董事会适时提出了一个针对包括董事、监事在内的高管人员的认股权激励方案，决定由国有股东、公司以及高管自身三方共同出资购入本公司流通股，然后按贡献奖励给相关高管人员。在当年中小股东对此方案是心悦诚服的。可是，到了2001年，公司业绩比2000年下滑35.82%，公司董事会再度提出提取认股权激励奖励基金，中小股东立即强烈反对。亚泰集团的股权激励变成了高管具有福利性质的自我奖励，这种股权激励方案显然已经走调。与亚泰集团的高管相比，曾经是“优秀企业家”的深南电（000037）的董事长劳德容就不那么幸运了，她因为在推行股权激励计划过程中被涉嫌利用职权为自己谋取私利而于2002年11月被中国证监会立案调查继而被“双规”^①。光明乳业（600597）2004年年报公布后，股价大幅下挫，一周之内下跌接近20%，2005年3月22日一度跌停。究其原因，也是与公司动用管理层激励基金从二级市场给公司高管购买巨额股票有关。再如，近年迅速升温的管理层收购（MBO）曾被视为解决代理问题的绝佳模式，但在现实中由于缺乏规范，也被社会各界广泛诟病为具有内部人“侵占国有资产”之嫌。

改革开放以来，我国的非国有企业，特别是民营企业获得了巨大发展。如果说国有企业高管能够影响自身薪酬是因为所有权虚置带来的，还处于“羞答答的玫瑰静悄悄地开”的状态的话，那么产权清晰的非国有企业的高管行为就更像“该出手时就出手”的强盗行为。以广州沙东公司事件为例。沙东村位于广州市城乡结合部，1999年响应全省“撤村改制”的试点，在经济合作社原有领导班子及架构的基础上，成立了专门经营管理合作社资产的广州沙东公司，原沙东村村长杨锦兴担任公司党委书记和董事长。村民们成了沙东公司的股东，按照农龄的不同持有不同的股份。随着城区的快速外扩，该村成了寸土寸金的宝地，村民的就业、福利待遇越来越好。2001年，董事长杨锦兴提出了《干部、职工提案奖励制度》的提案。沙东村有表决权的股东共600多人，董事长召集股东代表40多人，召开了股东代表大会，通过了该提案。该制度规定：针对沙东公司下属企业提出新的发展项目，经过评审组同意实施后，如果该项目确有效益的，向提案人颁发效益奖。如果该项目为新成立的独立核算企业，将该企业税后纯利润的10%奖给提案人……本奖项可连续奖励5年……董事长杨锦兴对未来公司的发展提出了两个提案，并得到实施，即新成立了广州沙东批发南城公司和广州沙东批发北城公司，均由他兼任董事长。这两家公司运营后，2004年两“城”分别获得了5亿元和4亿多元的毛利润，他便在2005年春节后按前述制度提取点子奖2100万元。而且，他还要连续领取4年，合计过亿元。^②面对这种具有自我奖励性质的超额点子奖，股东们难以接受，社会舆论哗然。再如，科龙电器股份公司（000921）自被格林科尔

^① 具体资料可参考上海荣正投资咨询公司：《中国企业家价值报告（2003）》，百家出版社2003年版。

^② 原载龙金光、丰鸿平：《靠一个点子，董事长从公司拿奖2000万元》，《南方都市报》，2005年6月7日。转引自朱奕锟：《经营者薪酬的公司治理透视》，第三届公司治理国际研讨会论文集，2005年11月，第1268页。