



中/国/经/济/与/管/理/研/究/系/列

Managerial
Power Theory
and Effect in
Top Management
Compensation

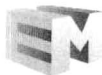
经理报酬中的 权力理论及其效应研究

(第二版)

邵剑兵 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



中/国/经/济/与/管/理/研/究/系/列

经理报酬中的 权力理论及其效应研究

(第二版)

邵剑兵 著

Managerial
Power Theory
and Effect in
Top Management
Compensation



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

经理报酬中的权力理论及其效应研究/邵剑兵著. —2版. —北京: 经济管理出版社, 2013.10

ISBN 978-7-5096-2702-0

I. ①经… II. ①邵… III. ①企业管理—管理人员—劳动报酬—研究
IV. ①F275.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第247634号

责任编辑: 张永美

责任印制: 黄 铄

责任校对: 陈 颖

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: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 15

字 数: 245千字

版 次: 2013年11月第2版 2013年11月第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2702-0

定 价: 35.00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

目 录

绪 论	1
一、问题的提出	1
二、研究意义	6
三、研究的思路和方法	12
四、创新点和有待深入探讨的内容	13
第一章 经理报酬机制决定因素的相关理论	15
第一节 代理理论	15
第二节 管理激励理论	20
第三节 治理机制理论	24
第二章 经理报酬的内容与决定	35
第一节 报酬机制的构成	36
第二节 经理报酬的有效性分析	39
第三节 经理报酬的设定与调整	41
第四节 不同报酬机制的差异与效率分析	43
第三章 经理权力理论	49
第一节 经理权力的理论基础	49
第二节 经理权力理论	53
第三节 反对声音	67
第四节 对经理权力的再认识	70



第四章 报酬机制动态演进模型中的权力变迁	73
第一节 组织的生命周期理论与总裁管理生命五季节模型	73
第二节 组织变迁中的权力类型	80
第三节 报酬机制演进模型中的权力变迁	82
第四节 组织生命周期、经理生命周期和报酬机制变化	84
第五章 经理报酬权力效应的经验分析	87
第一节 两职合一与经理报酬	87
第二节 经理特质与报酬	90
第三节 经理任期、年龄对经理报酬的影响	92
第四节 经理财务控制与报酬	94
第五节 董事会特征与经理报酬	95
第六章 高新技术企业的经理权力与报酬机制	99
第一节 基于人力资本与非人力资本的制度变迁模型	99
第二节 人力资本与非人力资本的谈判力分析	102
第三节 高新技术企业的发展阶段与控制权变化	106
第四节 案例研究：用友软件的经理报酬机制演变	113
第七章 国有企业的经理权力与报酬机制	117
第一节 国有资本退出与制度变迁	117
第二节 控制权收益与经理报酬机制变化	120
第三节 乐山电力案例研究	125
第四节 小结	128
第八章 经理权力效应的实证研究	129
第一节 我国上市公司经理报酬决定机制的现状特点	129
第二节 经理权力的变量选取、模型设计与样本筛选	135
第三节 经理权力效应的实证研究	140

第九章 经理权力与报酬关系的讨论	157
第一节 相关性分析结果	157
第二节 深入讨论及最终回归方程	183
第十章 经理权力效应的进一步讨论	193
第一节 关于“隐藏”的讨论	193
第二节 关于“权力”的讨论	197
第三节 关于“权力约束”的讨论	205
第十一章 格拉索操纵报酬事件分析	209
第一节 经常性收入：呈快速上升的趋势	210
第二节 其他收入	212
第三节 尾声	214
第十二章 建议与对策	215
参考文献	219
后 记	228

绪 论

一、问题的提出

具有资本所有权与经营权分离特征的现代企业取代两者合一的古典企业，成为现代社会的主要经济形式。在这种组织形式的变迁过程中，企业控制权已经在某种程度上转移到经理手中，即“伯利和米恩斯”意义上的两权分离（Berle & Means, 1932）。沿着这个思路，此后经济学中的诸多分支围绕着企业内在的权利分布和利益分配，展开了全方位的深入研究，逐步打开了一个颇为神秘的“黑箱”。

在标准的企业理论中，基于所搭建起来的公司治理框架，经理的激励约束机制设计已经成为一个极其重要的核心问题。在所有者与经理之间的委托—代理关系中，由于经理与所有者各自追求的目标或偏好天然地不一致，现代企业始终在某种程度上呈现出企业的利益目标偏离所有者利益最大化的倾向。这是产生经理的激励约束问题的根本性原因。按照Williamson的经理效用模型（Williamson, 1960），经理在控制企业资源的过程中所追求的是自己利益的最大化，而不是股东利益的最大化，股东利益只有经理在考虑维持自己地位时才有意义。Baumol（1959）则指出，经理在追求一定利润的前提下，通常会致力于企业销售收入的最大化，企业的规模也会随着销售额的增加而扩大，不仅可以改善企业的市场地位，也能够提高经理的报酬、地位以及声望等。Shleifer和Vishny（1989）所建立的模型指出，经理利用股东的资金进行投资，该项投资给经理带来的回报往往远大于给企业价值的贡献。由于这个无法更改的基本原因，公司治理机制只好从其他方面着手来促使经理能够更多地采取符合所有者利益的经营行为。



这里可以有两种解决思路：第一，所有者能够选择出最优能力且最符合自己利益偏好的经理。此外，还要采取无时不在的监督，能够最大限度地避免经理的利己行为和“败德行为”。从实际情况看，这个思路并不可行，或者说运行成本太高。这来自于信息不对称的假设，这种信息不对称体现在，即有关经理经营能力的信息，往往那些拥有这种类型人力资本的人才最清楚，其他人无法直接观察到，通常只能通过经理行为所产生的绩效来了解和验证。另外，经理的产出要受到外部环境的不确定性和经理个人付出的努力的共同影响，而不仅仅由经理的能力单一决定。尽管选择优秀的经理存在着很大的可能性，不过却存在着较大的风险。经理市场中的某些“信号”往往受到噪音的干扰，影响了对经理能力的准确判断，甚至可能会产生“劣币驱逐良币”的现象。要对经理无时不在地监督似乎也难以操作，具体来说，由于经营能力分布的不均衡，经理掌握了较多的经营能力，他们对企业的外部环境和内部运营会有比较深刻的理解和认识，也能够按照董事会的战略决策来具体落实公司日常的经营行为。一方面，所有者难以及时和有效地监督；另一方面，经理也能够利用自身的优势，对公司的经营信息进行适度的过滤，也就产生了所谓的“盈余管理”或欺诈行为。

第二，在选择机制和监督机制的效果难以得到保证的前提下，通过建立激励和约束机制，让经理的行为更加符合所有者的利益偏好，即针对经理所设计出来的各种激励约束机制就成为不可或缺的必要因素。在近年来的研究成果中可以发现，这条思路已经越来越被主流观点所认同。因此，现代企业治理结构安排的核心问题是如何建立起有效的激励制度。简单来说，激励制度包含的内容很丰富，可以有物质激励和精神激励，物质激励包含金钱、实物以及其他物质性内容等，而精神激励则包含地位、声望、荣誉、对组织的认同感等。在上述激励因素中，一个非常重要且受到普遍关注的就是经理报酬，而激励制度的一个重要环节或者说狭义的经理激励的范畴就是经理的报酬机制如何设计的问题。^①

^① 黄群慧（2000）从企业家激励约束的角度研究这个问题，他认为现代企业的高层管理人员是“联体企业家”，其中包括高层执行官员，特别是 CEO（首席执行官）。对国有企业而言，尽管高层管理人员是“政府委派并具有一定级别的负责管理国有企业的政府官员”，但从经理报酬机制研究的角度看，也可以将他们纳入现代企业中的高层管理人员的范畴内。不过，笔者更愿意在这里采用“经理”而不是“企业家”的说法，这样更符合管理学的称谓习惯。



经理报酬也是管理学中的重要问题。从管理学的角度讲,管理过程中有一种广泛存在的现象,20%的员工创造了企业80%的绩效,如何在管理制度设计中体现出这20%员工的价值呢?为了回答这个疑问,人们试图给出合理解释,于是产生了人力资源管理上的一种新理论——“重要员工管理理论”。重要员工就是那些符合80—20法则的、对企业绩效做出重要贡献的员工,高层管理人员^①属于这类员工。高层管理人员对企业绩效的贡献是普通员工的几倍,甚至几十倍,为保证高层管理人员的稳定性,避免企业高层变动对企业发展战略稳定性的影响,必须使高层管理人员的报酬在行业内部具有极强的竞争力,这对企业的持续发展是至关重要的。那么,具体来说,企业的高层管理者到底包括哪些人员呢?通常,按照美国公司的称谓,以总裁为首并由诸多副总裁组成的经营团队被认为是高层管理者。不过,一直值得商榷的问题就是首席执行官(CEO)是否也属于高层管理者或者所有者呢?从目前的资料看,这里还存在着不同认识。一些学者认为,CEO就是明确公司内部董事局主席和总裁究竟谁是一把手而给出的称谓(宁向东,2005)。基于这种认识,“当董事局主席兼任CEO的时候,实际的含义就是‘公司的经营大事最后由董事局主席说了算’”(宁向东,2005)。当公司总裁兼任CEO的时候,公司董事局主席就比较超脱一些,较少参与到公司的具体经营决策当中。不过,关于CEO的角色也有其他的理解,根据组织理论的解释,CEO职位的产生更多地要归功于职位内容的复杂化和多重性,由于董事局主席(或董事长)角色更多地体现为企业的发言人和外交官,总裁更多地陷入公司日常经营行为中,企业日益显得缺少一个能够有效制定战略并能够将战略思想和意图灌输下去的人物,也就产生了CEO这个职位。从上述不同理解看,CEO是否应考虑在经理中还是值得怀疑的。毕竟,当董事局主席兼任CEO的时候,他更多地体现出了股东的意志,而不是经理的利益倾向。从大量的实证研究结果看,基本都毫无例外地将CEO计算在经理范畴中,其中一个很重要的原因是,CEO的报酬往往与其他高层经理报酬放在一起。因此,通常的经理报酬研究中也包括CEO,尽管这样做可能会引发某种程度上的歧义。

为了更好地降低代理成本并试图达到预期的激励效果,有效的经理报酬机制就是现代企业围绕治理框架建设所追求的一个基本目标,也是值得

^① 也就是本书所说的经理。



期待的良性运转的管理机制中的重要环节。黄群慧（2000）构造的“有关企业家^①的选择机制、激励约束机制与企业绩效关系的分析模式”的模型中将报酬机制界定为激励约束机制中的一个构成部分，它和控制权机制、声誉机制、市场竞争机制等共同构成了对经理激励约束的影响因子。基于该模型的管理学分析逻辑是，上述四种机制将直接影响经理的努力程度，并进而体现为他们的管理行为，这些行为将内在地影响着企业绩效结果。不过，狭义地讲，经理的激励机制就是指经理的报酬激励机制。其他机制的作用往往会通过报酬机制显现出来。一般而言，关于经理激励约束问题的讨论也大都集中于经理的报酬方面。归结起来，能够有效激励约束经理行为的报酬机制主要涉及以下三个方面问题：①报酬构成、报酬结构与公司绩效之间的关系、报酬结构变化对经理行为的影响及最优报酬结构的确定。②报酬数量与经理积极性之间的关系及最优报酬数量的确定。③经理的报酬与何种企业业绩目标挂钩、如何挂钩，才能最好地衡量经理的能力和努力程度。这也是本书研究的一个基础性内容。

不过，从大量的事实中可以观察到的一个明显现象是，尽管经理的报酬与公司绩效之间的关联度似乎呈现出不断提高的趋势，^②由于公司治理机制存在着这样或那样的缺陷，经理报酬机制并没有真正地发挥出期望的效果，而且即使在公司治理机制趋向于逐步完善的过程中，这种状况似乎没有得到明显的改善。根据近期的一份报告（Anderson et al. 2006），美国 CEO 的报酬与平均工人报酬之比已经从 1990 年的 107 : 1 提高到 2005 年的 411 : 1，增长了 380%。近 30 年来，学者对经理报酬机制的有效性检验的研究始终没有停止过，但很多研究结果往往呈现出不同的观点，这也给经理报酬机制研究的深入带来了很大的困难。从 Demsetz 和 Lehn（1985）开创性的研究之后，Morck、Shleifer 和 Vishny（1988）以及 McConnell 和 Servaes（1990）相继就从内部人（董事）持股和公司业绩的相关性展开了深入的研究。按照上述研究，内部人持股与公司业绩之间存在着一定区间范围内的“倒 U+正 U”形曲线效应，即董事会持有股份比例在 0~5%时，

① 本书采用的说法是经理，含义基本上相同。

② 当然，对经理报酬与企业绩效之间关系的变化趋势存在不同的认识。Jensen & Murphy（1990）对 1974~1986 年美国 2213 位高级经理的研究认为，上述两个指标之间只有很小的影响。而 Hall & Liebman（1998）根据 1980~1994 年高级经理的数据研究认为，在这段时间内上述两个指标的关联度呈现递增的趋势。

公司业绩与内部人持股比例之间存在着正相关,当董事会持有股份比例在5%~25%时,公司业绩将随着内部人持股比例的上升而呈现出下降的趋势,当董事会持有股份比例超过25%之后,两者之间再次呈现出正相关的关系(Morck, Shleifer & Vishny, 1988)。McConnell 和 Servaes (1990) 同样发现了内部人持股比例在0~5%之间时持股比例与公司业绩之间的正相关关系,不过他们却没有检验出5%~25%区间内的负相关关系,反而存在着正相关关系,超过25%只有相关关系几乎为0。此后,还有很多类似的研究,包括国内的一些学者也利用中国上市公司的样本对此问题进行了深入研究,也提出了并不很一致的观点。1999~2001年, Himmelberg, Hubbard 和 Palia (1999) 以及 Demsetz 和 Villalonga (2001) 又针对上述问题展开了不同角度的研究。Himmelberg 等人认为,上述结论的差异性主要来自于统计分析过程中数据选取的差异,他们指出,不能采用截面数据来估计内部人持股与公司业绩之间的关系,否则可能会带来严重的错误(Himmelberg, Hubbard & Palia, 1999)。Demsetz 和 Villalonga 则从公司业绩指标选取上提出了不同的见解,他们认为,与 ROE 相比,反映公司未来业绩的发展水平更容易包含人为因素,因此,仅仅采用 Tobin's Q 并不能真实地反映出内部人持股比例与公司业绩之间的真实关系(Demsetz & Villalonga, 2001)。

对经理报酬机制的研究常常出现在各种文献当中,^①国内外的许多学者从不同的角度提出了各自的见解,无论从经济学还是管理学的角度都已经有了比较丰富的成果。不过,综合起来看,此前对经理报酬的研究都很少涉及经理报酬决定机制和变动机制。这方面的文献大多集中于在符合规范的公司治理框架下如何进行权力分配等问题上,却忽视了经理对其本人报酬的直接或间接影响和作用,或者没有将经理对报酬的影响力当做影响经理报酬与公司业绩之间相关性的一个重要且关键的变量。从 Berle 和 Means (1932) 最初提出“所有权与经营权分离”开始,对现代公司治理结构的研究就始终关注内部人控制问题,不过尽管“经理主义”常常被提及,但这种现象更多地被归因于公司治理缺陷的因变量,而忽略了经理会主动地利用手中所掌握的权力来为自己谋求更大的利益。“内部人控制”的研究存在一个重要的假设,“理性的”经理处于信息不对称的优势地位,他

^① 见 Kevin Murphy (1998)。



们只是在现有的权限范围内努力地谋取更大的利益,包括豪华的办公室、努力扩大企业规模从而可以得到更好的报酬等,却不会试图改变报酬的决定机制。不过,实际情况并非如此,特别是当对经理报酬与公司业绩之间相关性的研究陷入难以前进的窘境时,对现有的假设加以重新思考,便能够运用新视角来分析经理报酬问题。

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,当时一些学者针对经理自主权 (Managerial Discretion, 也称自由裁量权) 展开了研究。后来,随着现代企业理论的兴起,经理自主权的应用范围得到了大大的扩展。Finkelstein (1998) 构造出了权力四因素模型,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,之后的一些研究都利用了这个模型探索经理自主权与经理报酬的关系 (Mueller & Yun, 1997; Finkelstein & Boyd, 1998; Grabke-Rundell & Gomes-Mejia, 2002)。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) 对组织内部的权力配置的研究认为,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。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 等人 (2002, 2003, 2004) 利用 “Managerial Power” 理论对经理报酬问题展开了全新视角的研究,并提出了一系列的概念与观点,令人耳目一新。当然,他们的观点也受到了批评,特别是受到了经理报酬领域的主要人物 Kevin Murphy 的强烈反对。2002 年以来, Bebchuk 和 Kevin Murphy 等人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 等, 2002, 2003; Kevin Murphy 等, 2002, 2003)。“经理权力”与“经理自主权”既存在着相同之处,也还有不同的地方,这也为经理权力的研究拓展了空间。许多学者对经理报酬所存在的缺陷及改善途径等问题仍然有不同的见解和结论。

二、研究意义

1. 理论意义

本书根据 Bebchuk 等人 (2002, 2003, 2004) 提出的“经理权力理论”,对经理报酬机制进行了区别以往视角的研究,为经理报酬领域的研究提供



了必要的补充。基于委托—代理理论的经理报酬机制研究始终是公司治理领域内一个非常重要的问题。通常,研究经理报酬机制往往从内外部治理两个角度出发,探讨如何完善治理机制以实现最优报酬设计。一般而言,完善的治理机制包括内部治理与外部治理,外部治理主要来自于证券市场接管的威胁、经理市场的竞争以及来自于利益相关者的制约作用,内部治理机制主要是指股东大会和董事会的监督控制等。完善的治理机制意味着内外部治理机制通过经理的激励约束从而对企业绩效共同产生作用,并达到一种动态均衡的状态。从另一种角度看,如果将经理报酬机制看做是一种制度安排,现有制度安排的出现还取决于原有的制度安排状态,这就是路径依赖的观点。因此,要寻找现有的经理报酬机制产生的根源,还需要对过去的制度安排进行追溯。这样就能够从空间和时间的角度更好地对经理报酬机制的产生及效率差异进行理解和分析。

如果从如何最优地设计经理报酬机制的研究路径分析,经济学理论研究的逐步深入促使人们更加深刻地理解现代公司的本质特征,并认识到设计一种优化的经理报酬结构的重要性。传统报酬制度的根本性缺陷就在于过多地强调将经理报酬与企业的短期经营绩效联系起来,而忽略了经理利益与所有者利益一致性的问题,不能够解决现代公司架构下的代理问题。在当代的企业理论中,交易费用理论、代理理论和不完全合同理论等一系列理论都探讨了现代公司治理的根本性问题,即如何真正使代理人——高层经理人员能够按照委托人的利益最大化来经营企业。其理论上的解决方法,正如阿尔奇安和德姆塞茨在其经典论文(1976)中所阐述的,要使团队更加有效率地运转,就要使团队的监督者具有企业的剩余索取权。而将经理改造为企业的股东,则是现实中的一种似乎必然的选择。

按照这样的研究思路,极易陷入一个难以解决的悖论,即经理到底应持有企业多少比例的股权。许多实证研究表明,经理持股比例与股东财富的增加之间并不呈现出正相关的关系。而且,部分研究也尖锐地指出,根本上存在着经理操纵自己的报酬机制的现象。按照 Kevin Murphy 等人(2003)的观点,这种现象至多是经理持有股权过高的副产品,并不值得过分重视,而且并不能动摇“经理报酬机制是解决公司治理问题的钥匙”这样的判断。

最早对经理权力的研究来自于经理权力(Finkelstein, 1992)和经理自主权(Hambrick 和 Finkelstein, 1987)。Finkelstein 主要阐述了经理权力的



四种来源：结构权力、所有权权力、专家权力和声望权力（1992）。经理自主权则解释不完全合同下经理的相机处置权（Finkelstein 和 Boyd, 1998）。

将经理权力理论用于解释经理报酬问题，来自于 Bebchuk 等人的贡献（2002, 2003, 2004），他们提出经理能够利用权力来直接或间接地影响其报酬水平。近年来的研究主要集中于经理报酬的权力效应上，大致有两种思路：①从经理权力理论出发，认为经理可以对决定其报酬的决定者施加影响，包括通过股权结构、两职合一、推荐独立董事人选或对董事决策施加影响等（Daily 和 Dalton, 1992；Westphal 和 Dalton, 1995；Lambert 等, 1993；连锁董事）。②从经理自主权理论出发，认为经理直接对企业业绩进行调整，包括信息发布、盈余管理等（Watts, 1986；Stickney, 1987；王克敏和王志超, 2007；Healy 和 Wahlen, 1999）。

不过，上述研究并没有将权力效应和权力来源划分清楚，也没有从动态角度考虑主体间的权力对抗。由此导致现有研究的两个不足之处：第一，没有对经理权力的大小进行计量；第二，经理权力作用机理上没有重视经理的博弈行为。

权力计量较之权力效应对经理报酬研究更具有重要意义。从现有经理报酬文献看，对经理报酬权力效应的解释存在着诸多的困惑，很多权力效应都有不同甚至是完全相反的解释，难以达成一致，令经理报酬黑洞始终无法破解。其根源就在于对经理权力始终缺乏有效的计量，从根本上解决该问题，有助于更好地理解和认识经理权力的影响途径及作用机理。有学者从战略领域探讨权力计量（Finkelstein, 1992），但其中的一些变量和指标并不适合与公司治理领域的研究（2008），对权力的计量还要针对我国资本市场和上市公司的特点，适当地引入一些情境因素，测算出经理权力，并进行验证。

现有的权力研究还较少考虑权力的对抗。从动态角度分析，经理权力既随着某些因素变化而发生变化，也可能因为某些利益主体的行为而采取一些对应行为。在利益相关者的框架下，处于博弈关系中的经理会采取隐藏行为（Bebchuk 等, 2003, 2004）来隐藏权力，经理干扰与隐藏行为影响了某些权力效应指标的真实性。因此，探究经理干扰和隐藏行为的本质和作用机理就显得十分必要，本书要研究什么类型的权力在什么情况下通过什么样的行为方式影响着权力效应显性变量。

本书的观点是，经理权力是解释经理报酬机制的一个重要因素，如果



忽视了这个因素将无法全面和正确地理解经理报酬机制的演变和效率差异。从制度经济学、委托—代理理论和路径依赖理论出发,可以认为不同的公司治理架构和制度安排与不同的报酬机制之间存在着一定的相关关系。这种相关关系使得对经理报酬机制的研究不能回避制度的动态变化,不过大多数研究恰恰忽略了这个要素,将制度视为外生的和既定的变量,对报酬机制所形成的内在机理及出现的问题也就缺乏更为全面的解释。因此,本书的研究将立足于制度动态变化这个事实,并利用经理权力作为一个分析工具,研究制度变迁过程中经理报酬机制的不同模式的形成和效率差异。

2. 现实意义

报酬结构与数量、报酬与业绩衡量以及报酬的设定过程都是经理报酬机制在实际运行过程中的关键环节。从经理报酬的衡量看,在设计经理报酬方案时究竟采用何种类型的企业业绩指标对报酬的激励效应也存在着很大的差别。无论是会计指标还是市场价值指标,由于其作为信号都存在着一定的“噪音”,经理也可以利用自身的信息优势进行所谓的操纵,都可能使上述指标无法准确地反映出企业的真实绩效,或经理所做出的贡献大小。报酬机制的激励强度分析也是经理报酬机制研究中的核心内容,只有通过经理报酬与企业绩效之间关系的大量的实证研究,才可以明确经理报酬机制的激励强度或作用效果(黄群慧,2000)。^① Hall & Liebman 认为,上述结论差异的原因在于所选取的样本的不同,即1980年之后越来越多的企业开始采用股票期权作为经理报酬方案中的重要内容。

从20世纪90年代日益盛行起来的股票期权可以看出报酬设定及调整机制的重要作用。由于股票期权本身就是一种新型的金融衍生产品、股票期权定价的复杂性以及股票期权实施的动态性,往往对决定授予股票期权的机构有很高的要求,特别是在专业经验和独立性方面。如果公司治理结构出现问题,即使董事会成员或报酬委员会非常敬业,由于专业经验不足都可能导致股票期权的非理性和异常性,使公司的激励机制出现问题,而影响整个公司的良好运行,最终损害公司全体股东的根本利益。更不要说

^① 当然,对经理报酬与企业绩效之间关系的变化趋势存在不同的认识。Jensen & Murphy (1990)对1974~1986年美国2213位高级经理的研究认为,上述两个指标之间只有很小的影响。而Hall & Liebman (1998)根据1980~1994年高级经理的数据研究认为,在这段时间内上述两个指标的关联度呈现递增的趋势。



经理可以在某种程度上决定董事会中报酬委员会的人选，或者对他们的决定产生一定的影响。良好的公司治理机制是使股票期权发挥作用的必要条件，而不是充分条件。

20 世纪末至 21 世纪初的几年里，人们纷纷对股票期权提出了质疑。有观点指出，一些大公司不愿意披露有关股票期权的财务信息，降低股票期权成本的入账价值，采取回购的方式维持高股价而不是向股东分红，经理股票期权的授予已经脱离了企业的实际经营绩效，甚至在 2001 年和 2002 年，已经出现了许多拥有股票期权的经理破产的情况，这些情况都促使人们更加深刻地思考股票期权对公司治理的作用，并从更加全面的角度理解股票期权这种报酬制度安排。

从中国企业逐步推进建立现代企业制度的过程中，国有资本开始逐渐从竞争性行业的退出促使企业产权与资本结构发生变化，这必然导致公司治理框架也随之改变。那么，在制度变迁的过程中，特别是当兼并、进入与退出呈现出上升趋势的时候，经理报酬机制能否得到明显的改善是一个非常值得关注的问题。通常的理解是，伴随着公司治理结构的变迁，经理的报酬也会随着得到改善，但是，这种看法并没有在实证研究中得到明显的支持。实践过程中，在某种程度上经理报酬机制的不合理和低效率已经影响了企业治理结构的改进。在分析中国国有企业及上市公司经理有效激励不足的问题时，核心的问题要从路径依赖的角度出发，发现在不同制度变迁的过程中，各种经理报酬机制为什么会体现出巨大不同，并试图解释由此产生的企业制度学派的效率差异。

根据上海荣正投资咨询有限公司发布的《2008 年中国企业家价值报告》暨《中国上市公司高管报酬与持股状况综合研究报告》，该报告对 2008 年度公开披露年报的 1494 家沪深两地上市公司年报中涉及高管年薪、持股数等有效数字进行了统计分析。结果显示，到 2007 年末，1494 家上市公司高管最高年薪平均值为 54.83 万元，上市公司高管中最高年薪平均值增幅首次超过 50%。从报酬榜还可以看出，上市公司中年薪最高的并不一定是董事长或总经理。在各公司最高年薪排行的前 20 位中，中国平安董事长马明哲以 6616.1 万元的年薪位居榜首；深发展董事长纽曼以 2285 万元位居第二；民生银行董事长董文标以 1748.6 万元位于第三位；第四位是中国银行信贷风险总监詹伟坚 986.6 万元，他是中国银行引入的“外脑”；排在其后的是招商银行行长马蔚华 963.1 万元。与此同时，在 432 家已披



露董事长持股的公司中,按2007年最后一个交易日的市值计算,董事长平均持有的流通股市值已达到3.18亿元,比上年平均值增长了260.4%。此外,总经理持股市值增长110.93%,董秘持股市值增长529.38%,财务总监持股市值增长210.82%。在董事长持股市值排行前20名中,苏宁电器、石基信息等在中小板上市的企业居多,占据了16席。^①与2001年中国上市公司高管报酬情况相比,2007年的数据已经有了很大的变化。据上海荣正投资咨询有限公司2002年发布的《中国上市公司高管持股及报酬状况综合研究报告暨中国企业股权激励状况综述》显示,上市公司高管报酬差距颇大,较低的只有12万元,而最高的超过700万元。该报告显示,从行业分布看,高管高薪主要集中在信息技术业和家电以及其他一些制造业。而且,从上市公司高管年薪与业绩的相关性来看,关联度似乎相当微弱。2001年,沪市业绩排行榜前十名的公司,这次均没有出现在高管年薪前20名名单上,深市业绩排行榜前十名的公司,也只有中集集团、中兴通讯、新兴铸管三家入榜。相反,去年经营业绩下滑的公司甚至亏损的公司,却纷纷入榜。这也表明,单纯的年薪制对上市公司高管的激励作用已弱化,进一步说就是经理报酬机制在一定程度上出现了失灵。

尽管2007年上市公司高管数据已经表现出了良好的公司治理特征,但与高报酬形成对比的是,2007年中国上市公司高管报酬还存在着另一个现象,以金融行业为例,尽管金融行业高管人员的报酬水平在所有上市公司中位居前列,但金融行业的董事长、总经理、董秘、财务总监、副总经理的持股市值平均值指标与其他行业进行相比并不具有优势,深入分析可以发现,金融业核心高管的当期货币报酬过高,同时报酬结构不合理,长期激励严重不足。此外,上市公司高管人员的报酬与公司业绩之间的相关性还存在着一些问题,一些经营业绩不佳的上市公司的高管人员也获得了较高水平的报酬。

上市公司作为公司治理结构相对完善的代表,其经理报酬机制还会出现上述的问题,那么这种问题产生的根源到底是什么,是通过更科学地设计经理报酬合约就可以达到消除代理成本的目的吗?这些问题的研究对市场经济中现代企业制度的建设和运行具有直接和重要的意义。

^① 资料来源:上海荣正投资咨询有限公司对外发布的《2008年中国企业家价值报告》暨《中国上市公司高管报酬与持股状况综合研究报告》及其他相关公开资料。