

国有企业管理层权力对高管显性激励效果的影响

陆淑婧 李荣^①

【摘要】 随着公司治理实践的深入，国有企业改革逐渐引起国内外学者的关注。最优契约理论认为，委托人能够设计一套完整的契约实现委托人与代理人之间的利益相容问题。然而，安然、世通等公司丑闻暴露了完备契约的不足，管理层权力对高管激励效果的影响逐渐引起国内外学者的关注。本文将从管理层权力理论的视角对高管显性激励安排（薪酬激励、股权激励、期权激励）效果的影响进行评述，并在此基础上提出未来展望。

【关键词】 国有企业 管理层权力 薪酬激励 股权激励 期权激励

一、引言

随着公司规模的不扩大以及融资方式的逐渐多样化，职业经理人作为一个独立群体登上公司治理的舞台。为了融合股东与经理层的利益，上市公司相继推出薪酬激励、股权激励、期权激励等措施，试图降低委托人与代理人之间的代理成本，避免管理层自肥动机。但是随着安然、世通等公司丑闻的相继曝出，国内外学者逐渐发现，高管激励也会成为管理层自肥的工具。尤其在国有企业，高管激励往往出于福利目的，管理层更可能利用职务的便利从中谋取私利，反而增加了代理成本，影响了高管显性激励的效果。本文将梳理在管理层权力的影响下，国有企业高管薪酬激励、股权激励、期权激励对代理成本的影响，并对未来进行展望。

（一）国有企业高管薪酬激励

管理层权力理论的支持者认为，虽然高管薪酬激励的强度与企业绩效呈正相关性，获得较多薪酬激励的高管业绩表现也往往越好，但是由于信息的不对称性以及管理层权力的存在，管理者很可能做出自利性的薪酬设计，高管薪酬激励措施对代理成本的降低只能发挥有限的作用(Robinson、Sensoy，2013)。Guthrie 等（2012）甚至指出，由于管理层权力的存在，即使更加独立的董事会也无法影响 CEO 的薪酬水平以及相应的薪酬-业绩敏感性。

Chen 等（2011）通过分析中国上市公司 1999-2009 年的数据，分别考察了管理层权力的三个维度对于高管薪酬的影响。结果显示，结构性权力（高管持股比例）、专家性权力（高管教育背景）和政治性权力均显著提升了高管薪酬。Balafas、Florackis（2014）采用英国上市公司 1998~2010 年的数据，期望考察可能源于管理层权力、授予 CEO 高于同行业平均水平的薪酬是否会带来更多的未来收益，但是实证研究的结果表明高于同行业平均水平的薪酬激励并不能够显著提升企业的市场价值，而高管激励的强度甚至与企业短期、中期的绩效负相关，说明了管理层权力对薪酬激励效果的潜在影响。Lee 等（2014）则期望通过引入董事会的监督来约束管理层权力的消极影响，并选取美国 2695 家上市公司 1996-2009 年的数据，研究了 CEO 与独立董事的政策倾向一致性对企业价值和代理成本的影响。实证研究结果表

^① [作者简介] 陆淑婧，女，山东大学管理学院硕士研究生，研究方向：公司治理

李 荣，女，山东大学管理学院硕士研究生，研究方向：会计学

明，独立董事政策倾向的独立性对薪酬激励的效果具有重要影响：当独立董事与 CEO 的政策倾向具有一致性时，独立董事对 CEO 的监督力较弱，而且政策的一致性倾向还会造成 CEO 较低的薪酬业绩敏感度，从而导致企业价值的降低和内部代理成本的增加。Morse 等（2011）指出高管可能利用职务的便利，诱导董事会选择高管比较熟悉、擅长的业绩指标作为薪酬参照指标。为了证实这一判断，他们选取美国 1119 家公司的 1993-2003 年数据，发现 CEO 倾向于粉饰业绩以合理化自身的高薪酬，导致激励制度的扭曲、影响公司价值；但是他们也发现薪酬契约的完备披露能够弱化管理层权力的负面治理效果。黄再胜（2013）则从管理层权力对于自愿性信息披露的影响角度研究了高管薪酬激励与代理成本的关系，通过选择我国 A 股上市公司 2007-2011 年的数据为研究样本，指出尤其在国有企业，高管货币性薪酬与自愿性披露显著负相关，且自愿披露的信息大多与高管货币性薪酬的信息不相关，说明了由于管理层存在隐藏收益的自利行为，高管薪酬激励的有效性将会大大降低。

另外，部分学者认为非营利组织比营利组织面临更严重的代理问题，因而应将非营利组织作为研究重点。Galle、Walker（2014）通过收集英国 387 所私立高校和学院 1997—2007 年的面板数据，期望对非营利组织的代理问题进行实证研究，发现管理者权力对非营利组织高管薪酬的制定具有显著影响：当非营利组织的资金较少来源于外部捐赠时，管理层在薪酬的制定方面就拥有更大的自主权，代理成本也相应提高。

（二）国有企业高管股权激励

由于管理层权力的潜在影响，学者们指出递延性薪酬是解决这一问题的可行之道，即增加股权、期权在高管薪酬体系中的权重，可以有效降低股东与管理层之间的代理成本。但是管理层权力理论认为，虽然股权激励的实施能提高公司内部控制的有效性，但是具有行政经理的 CEO 会削弱激励机制在内部控制有效性中的提升作用（逯东等，2014）。由于管理层权力的存在，CEO 所持股份的增加同时会强化壕沟效应，使得高管持股与企业绩效呈倒 U 型关系（Baxamusa，2012；Benson、Davidson，2009），而当高管持股比例超过 50% 时，两者开始呈现显著负相关关系（Hua、Zhou，2008）。由于中国特殊的产权性质，管理者持股比例普遍偏低，中国上市公司的股权激励也受到了部分学者的质疑。Lian 等（2011）以 2006-2007 年中国实行股权激励计划的上市公司数据为样本，研究股权激励计划的实施对样本公司 2008-2009 企业绩效的影响。实证结果表明，在国有企业或者股权集中的企业，实际控制人选派的管理层可能利用其权力对股权分配政策施加较大的影响，容易导致股权激励福利化，无法在降低代理成本方面发挥积极作用。国内学者张馨艺等（2012）则选取 2001-2008 年中国 A 股上市公司业绩预告作为研究样本，研究高管持股对择时信息披露的影响，研究结果发现，高管持股的比例与企业择时披露行为呈现显著正相关关系，即高管可能运用管理层权力操纵信息披露的行为，从而满足股权激励的相关目标，由此降低了股权激励的有效性、增加代理成本。因此，基于管理层权力理论，高管股权激励反而可能加剧企业的信息不对称问题、增加代理成本（Xu，2013）。

为了避免由于管理层权力导致的股权激励失效，学者们着眼于外部治理机制，期望完备的外部治理能够弥补内部治理的不足，约束高管权力、提升股权激励的有效性。由于机构投资者存在对于家族企业的谨慎投资，以避免由于“内部人控制”的权力失衡而导致的效率损失，但是 Fernando、Schneible（2014）指出，随着外部监管环境的完善，机构投资者会显著增加对家族企业的投资，打消受制于“内部人控制”的顾虑，从而更好的发挥对家族企业高管持股的监督作用，提升股权激励的有效性，并降低股东与高管间源于利益不一致的代理成

本。

(三) 国有企业高管期权激励

与股权激励研究相似,管理层权力理论视角的支持者认为高管期权激励无法实现股东与高管利益的趋同,原因在于管理层权力的潜在影响,原本被认为可以解决代理冲突的期权,反而会扩大代理问题的严重性(Pantzas、Park, 2014),主要表现为在期权激励计划推行前以及行权年度,普遍存在的盈余管理行为以及期权重定价问题等(丁保利等, 2012)。Wu等(2012)选取2002-2008年台湾上市公司的数据为样本,研究了企业期权重定价的动机,发现期权重定价的动机主要源于管理层避税、增加个人收益的目的。Benmelech等(2010)利用数理模型的构建,并分析了1990年代的高科技快速发展以及2008年金融危机期间的高管股权激励,发现期权激励为主的薪酬结构,容易衍生高管的信息操纵行为(掩盖有关未来发展的不利信息),或者投资决策的不当选择,容易导致期权激励行权前后的股价大涨大跌(This leads to a severe overvaluation and a subsequent crash in the stock price)。而Narayanan、Seyhun(2008)选取了美国上市公司的期权激励样本(2002年8月29日至2004年12月,共计638757个事件样本),研究发现通过期权期限的灵活设定,管理层可以从中获得巨大的经济利益。

另外,不同于最优契约理论对管理层风险中性的假定,管理层权力理论认为高管期权激励可能诱发高管追逐风险的冲动,导致管理层基于私利投资于高风险业务,偏离股东利益最大化的目标。Milidonis、Stathopoulos(2011)选取上市保险公司1992-2007年的数据,检验了高管激励与市场违约风险之间的联系,研究结果显示期权激励的过度使用可能导致保险公司的远期违约风险,因为期权激励会刺激管理层为了获得最大收益,而从事不符合股东利益的高风险投资活动,从而导致高昂的代理成本。

由于管理层权力的存在,学者们开始考虑如何借助公司治理机制优化期权激励的治理效应。Hayes、Lemmon(2012)通过收集美国上市公司2002-2008年CEO的薪酬数据,选取2005年关于期权费用化的FAS 123R准则作为外部制度变化控制变量,期望研究外部法规的变化能否优化期权激励和管理者风险态度间的关系。实证结果表明,期权激励并不能降低与风险相关的代理成本,这说明由于管理层权力的影响,外部准则的优化并不能够显著降低股东与管理层之间的代理成本。Chahine、Goergen(2011)选取1997-2004年435家美国上市公司作为研究样本,发现在被授予IPO期权的情况下,拥有较大权力的CEO会以牺牲股东利益为代价从IPO溢价中获取巨大利益,降低期权激励的有效性,增加了代理成本;但是如果拥有更加独立的董事会、更加积极的机构投资者,CEO的自利行为将受到一定程度的弱化,说明了有效的公司治理机制能够制衡高管权力导致的“自肥行为”。

二、 未来展望

目前对国有企业高管显性激励与代理成本关系产生影响的情境因素分析不足。所以,增加对股东与管理层之间的信任程度等情境因素的分析是一个未来的研究方向。

(一) 股东与管理层之间的信任程度

根据商业伦理理论和Anneleen、Wim(2013)等学者的研究,高管显性激励对家族企业和

非家族企业的影响不同。非家族企业的薪酬业绩敏感度明显高于家族企业。因为在家族企业中，股东大多任命亲属、亲信担任公司管理层高管。管理者凭借对股东的信任，即使不接受过多的显性激励，也会认为自己有责任经营好所在的家族企业。这种情境下，高管显性激励与代理成本之间可能不会具有显著的相关性。期望理论认为，激励效果是效价和期望值的乘积，只有当委托人的激励方式满足代理人的需求时才会起到降低代理成本的作用。在中国社会，很长时间以来，大部分官员处于一个内部市场。即如果被上级罢免开除就很难在组织外部找到合适的工作，个人也不能随意退出已有的职位，进入官场的官员会努力保住已有职位并尽力取得晋升机会（周梨安，2007）。因而作为国企高管，与薪酬、股权、期权等激励相比，他们更期望与股东建立信任关系，得到上级赏识，获得职位的晋升。因此，股东与管理层之间的信任程度是影响家族企业与非家族企业、国有企业与非国有企业高管显性激励不同效果的重要因素。

（二）公司规模

目前有学者提出，公司规模对薪酬契约的影响甚至大于业绩对薪酬契约的影响（陈震，2011）。例如，Sigler K J (2011)选取 2006~2009 年 280 家纽约上市公司的股票数据，实证检验发现，公司规模是决定 CEO 薪酬最重要的因素。刘绍妮，王大艳（2013）选取 2003—2010 年沪深两市 296 家国有和 176 家非国有 A 股上市公司为样本，经过实证研究发现：公司规模的扩大会降低高管薪酬对公司绩效的影响。这些研究结果表明，公司规模对高管薪酬以及公司绩效具有重要影响，这同样可能会对代理成本产生直接或者间接影响。但目前将公司规模作为高管显性激励与代理成本的中介变量或者调节变量的研究较少。

这一问题已经逐渐引起学者的关注。例如，Belghitar Y, Clark E（2014）经过实证研究发现，外部监督机制的使用对大企业和小企业代理成本的影响不同。外源监督对大企业更为有效。王俊韡（2013）使用混合截面数据，选取深沪 4369 家上市公司样本，对高管人员激励与公司绩效、公司规模、代理成本的关系进行实证分析，发现高管薪酬、高管持股不仅与公司绩效相关，还受公司规模的影响，两者存在显著正相关性，在设计报酬—激励契约时要适当考虑公司规模等因素。

（三）行业竞争度及市场结构

产品市场的竞争强度会影响高管的风险承担能力（李小荣、张瑞君，2014），而通过以上三种视角对高管显性激励的研究，发现高管的风险承担能力又与代理成本密切相关。并且不同行业、不同市场结构必然会对高管显性激励与代理成本的关系产生不同的影响。而目前对这一方面的研究相对缺乏。

例如，刘星，谢斯静（2011）指出，行业竞争度与薪酬业绩敏感度显著正相关，高强度的竞争可以强化薪酬契约的激励作用。这说明，不同的行业竞争度可能会对代理成本产生不同影响。李斌，郭剑桥（2013）以制造业上市公司为研究对象，分 2003—2007 和 2008—2012 年两个时段研究高管薪酬与公司绩效的关系。研究发现，在中国，制造业上市公司高管薪酬与公司绩效存在显著正相关，但是在不同行业薪酬业绩敏感度有很大差别。因此，同样的薪酬激励措施应用于不同的行业，会对代理行为产生不同的影响。因而产品市场的行业竞争度、市场结构以及行业因素也应该是后期研究需要考虑的情境因素。

（山东大学管理学院 山东济南 250100）

参考文献

- [1]Abeler J, Falk A, Goette L, Huffman D. Reference Points and Effort Provision [J]. *American Economic Review*. 2011, 101(2): 470–492
- [2]Albuquerque A, De Franco G, Verdi R. Peer Choice in CEO Compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(1): 160-181
- [3]Benmelech E, Kandel E, Veronesi P. Stock-based Compensation and CEO (Dis)incentives [J]. *Quarterly Journal of Economics*. 2010, 125(4): 1769-1820.
- [4]Benson B, Davidson III. Reexamining the Managerial Ownership Effect on Firm Value [J]. *Journal of Corporate Finance*. 2009, 15(5): 573–586
- [5]Bizjak J, Lemmon M, Nguyen T. Are All CEOs above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 538-555.
- [6]Brookman J, Thistle P. Managerial Compensation: Luck, Skill or Labor Markets [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 21(1): 252-268
- [7]Burns N, McTier B C, Minnick K. Equity-incentive Compensation and Payout Policy in Europe[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 30(3): 85-97.
- [8]Chahine S, Goergen M. The Two Sides of CEO Option Grants at the IPO[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4): 1116-1131.
- [9]Chen J, Ezzamel M, Cai Z. Managerial Power Theory, Tournament Theory, and Executive Pay in China [J] *Journal of Corporate Finance*. 2011, 17(4): 1176–1199
- [10]Coles J, Lemmonb M, Meschke J. Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance: The Link Between Managerial Ownership and Corporate Performance [J]. *Journal of Financial Economics*. 2012, 103:149–168
- [11]Canyon M, He L. Executive Compensation and Corporate Governance in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4): 1158-1175.
- [12]Corea J, Guaya W, Larcker D. The Power of the Pen and Executive Compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(1): 1–25
- [13]Evans A. Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance [J]. *Financial Management*. 2008, 37(3): 513-534.
- [14]Faulkender M, Yang J. Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(2):257–270.
- [15]Foster D, Young H. Gaming Performance Fees by Portfolio Managers [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2010,125(4):1435-1458
- [16]Frydman C, Saks R. Executive Compensation: A New View from a Long-term Perspective, 1936–2005[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 2099-2138.
- [17]Gabaix X, Landier A. Why Has CEO Pay Increased So Much[J]. *Quarterly Journal of Economics*. 2008, 123(1): 49-100.
- [18]Gayle G, Miller R. Has Moral Hazard Become a More Important Factor in Managerial Compensation[J]. *American Economic Review*, 2009, 99(5): 1740-1769.
- [19]Guillet B D, Kucukusta D, Xiao Q. An Examination of Executive Compensation in the Restaurant Industry[J]. *International Journal of Hospitality Management*, 2012, 31(1): 86-95.
- [20]Guthrie K, Sokolowsky J, Wan K. CEO Compensation and Board Structure Revisited [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(3): 1149-1168.
- [21]Hart O, Moore J. Contracts as Reference Points [J]. *Quarterly Journal of Economics*. 2008, 123(1): 1-48

- [22]Hart O. Hold-up, Asset Ownership and Reference Points [J]. Quarterly Journal of Economics. 2009, 124(1):267-300.
- [23]Hua Y, Zhou X. The Performance Effect of Managerial Ownership: Evidence from China [J]. Journal of Banking & Finance. 2008, 32(10): 2099–2110
- [24]Hung M, Liu Y, Tsai C. Managerial Personal Diversification and Portfolio Equity Incentives[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(1): 38-64.
- [25]Jensen M, Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J].Journal of Financial Economics. 1976, 3(4): 305-360.
- [26]Kale J, Reis E, Venkateswaran A. Rank-Order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance [J]. Journal of Finance, 2009, 64(3): 1479-1512
- [27]La Porta, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around the World [J].Journal of Finance. 1999,54(2):471-517.
- [28]Larkin I, Pierce L, Gino F. The Psychological Costs of Pay-for-Performance: Implications for the Strategic Compensation of Employees[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(10): 1194-1214.
- [29]Lee J, Lee K, Nagarajan N. Birds of a Feather: Value Implications of Political Alignment between Top Management and Directors[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(2): 232-250.
- [30]Minnick K, Rosenthal L. Stealth Compensation: Do CEOs Increase Their Pay by Influencing Dividend Policy[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 25(6): 435-454.
- [31]Minnick K, Unal H, Yang L. Pay for Performance? CEO Compensation and Acquirer Returns in BHCs [J]. Review of Financial Studies, 2010, 24(2):439-472.
- [32]Mishra D. The Dark Side of CEO Ability: CEO General Managerial Skills and Cost of Equity Capital[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 29(10): 390-409.
- [33]Morse A, Nanda V, Seru A. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs [J]. Journal of Finance. 2011, 66(5):1779-1821
- [34]Narayanan M, Seyhun H. The Dating Game: Do Managers Designate Option Grant Dates to Increase Their Compensation [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(5): 1907-1945.
- [35]Robinson D T, Sensoy B A. Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance[J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(11): 2760-2797.
- [36]陈仕华, 姜广省, 李维安, 王春林. 国有企业纪委的治理参与能否抑制高管私有收益[J]. 经济研究, 2014,49(10): 139-151
- [37]丁保利, 王胜海, 刘西友. 股票期权激励机制在我国的发展方向探析[J]. 会计研究, 2012(6): 76-80
- [38]黄再胜. 高管薪酬自愿性披露存在信息操纵吗——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013,16(4): 68-79
- [39]徐宁, 徐向艺. 技术创新导向的高管激励整合效应—基于高科技上市公司的实证研究[J]. 科研管理, 2013,34(9):46-53
- [40]周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. 经济研究, 2007,7(36): 36-50.