

文章编号: 1006-4710(2011)04-0486-05

基于经理管理防御假说的经理人薪酬结构问题研究

李秉祥, 王超

(西安理工大学 经济与管理学院, 陕西 西安 710054)

摘要: 激励机制中的薪酬结构对企业经理人管理防御会产生重要影响。在对经理人需求和防御策略分析的基础上, 借鉴 Gary S. Becker 和 George J. Stigler 提高执法者执行质量模型的基础上, 构建了满足经理人管理防御需求的薪酬结构模型。研究表明能够减少管理防御行为的薪酬结构应包括基本薪酬、经理持股, 以及对每期基本薪酬的调整三部分, 并确定各部分薪酬的大小, 对于合理设计薪酬结构降低因管理防御而产生的代理成本具有指导意义。

关键词: 经理管理防御, 经理人需求, 薪酬结构

中图分类号: F272.92 **文献标志码:** A

Research on the Managerial Salary Structure Problems Based on Managerial Entrenchment

LI Bingxiang, WANG Chao

(Faculty of Economics and Management, Xi'an University of Technology, Xi'an 710054, China)

Abstract: The salary structure in exciting mechanism will have an important effect upon the enterprise managerial entrenchment. Based on the analysis of managerial requirements and entrenchment and by means of Gary S. Becker and George J. Stigler's improvement of law enforcement model for reference. The salary structure model is established to satisfy the managerial requirements. The research results indicate that the salary structure to be able to reduce managerial entrenchment behaviors should include such three parts as the basic salary, manager's share and the adjustment of basic salary in each term, and determine the sizes of salary of each part, whereby having the guiding significance for the rational designing salary structure to reduce the agency costs chosed by managerial entrenchment.

Key words: managerial entrenchment; managerial requirements; the salary structure

经理管理防御假说作为对委托代理理论的深化, 最早是由 Morck、shieifer 和 vishny (1988)^[1] 在对内部人持股和公司绩效的关系进行研究时提出的。而 Walsh and Seward (1990)^[2] 对管理防御进行了明确的定义, 所谓管理防御是指经理人应对公司内、外控制机制以降低职位威胁的行为。随后, 又有诸多学者从管理防御假说角度解释复杂经理人行为方面进行了具有重要价值的研究。但是, 在设计能够降低经理管理防御行为的薪酬结构方面的研究较少, 因此, 本文从管理防御视角出发, 在对经理人职位需求、防御策略进行分析的基础上, 以期设计出能够降

低企业经理管理防御行为的薪酬结构。

1 转型期我国企业经理人需求分析

西方管理学人性理论的发展主要经历了经济人、社会人、自我实现人、复杂人、文化人、决策人六种人性假设, 并伴随产生了相应的激励理论和激励模式。而我国古代传统文化中, 也包含有关人性的讨论, 例如“性善论”“性恶论”和“人性自然说”等。因此, 本文在中西方有关“人性”理论的基础上, 从经理人需求角度对于经理管理防御动因进行尝试性分析。但是由于我国社会文化和国情等背景与西方

收稿日期: 2011-09-06

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70872092); 高等学校博士学科点专项科研基金资助项目(200807000009); 教育部人文社会科学研究基金资助项目(09YJA630130)。

作者简介: 李秉祥(1964-), 男, 陕西扶风人, 教授, 博导, 博士, 研究方向为公司财务管理及资本市场会计与控制等。
E-mail: libingxiang@xaut.edu.cn。

不同,因此,必须结合我国特有的政治经济文化背景,并在中西方关于“人性”理论与学说的基础之上,对经理人管理行为与管理防御相关的职位追求进行分析讨论。

1.1 经理人追求自身经济利益

古典经济学家亚当·斯密在《国富论》中提及关于“经济人”的思想,管理学之父泰勒将其提炼并系统化“经济人”假说,认为:人类存在着尽可能增加自身利益的愿望和行动,人的一切都是为了最大限度满足自己的私利,人都是受经济利益驱使的。虽然“经济人”假说出现于19世纪末20世纪初,但其在一定程度上反映出人的一种自然属性—物质性。并且,春秋初期的政治家管仲认为:“夫凡人之情,见利莫能勿就,见害莫能勿避,其商人通贾,倍道兼行,夜以继日,千里而不远者,利在前也。渔人之入海,海深万初,就彼逆流,乘危百里,宿夜不出者,利在水也。故利之所在,虽千仞之山,无所不上,深渊之下无所不入焉。”^[3]人性就是趋利避害,所以逐利是天然合理的。现阶段,我国正处于经济转轨的重要时期,现阶段的社会生产力发展水平仍然难以满足人们日益增长的物质文化需求,因此企业经营者对物质利益的追求是必然的,这一点必须予以承认。

1.2 经理人追求职位和声誉的稳固或提升

经理人是其社会关系的集合,作为社会的精英阶层,他们不仅仅追求自身的经济利益,而且还关注自身的声誉和职位的稳固或提升。梅奥等人通过霍桑实验提出了“社会人”的假说,认为:人是由社会需求而引起工作动机的,不仅有物质方面需求,还有社交、归属、感情等社会心理方面的需求。这一观点在一定程度上反映了管理者的社会性方面特征。对于经理人来说,声誉和职位是他们追求自身利益的保障。当经理人的声誉受损和职位受到威胁,其自身利益将会受到影响。这里的利益不仅指物质方面的利益,更包含有自我价值实现、社会的认同。马斯洛在其“自我实现人”的假设中也涉及这样的内容:人的动机和需要是多层次的,人们有着最大限度的利用和开发自己才能的需要,希望能够有机会获得自身发展与成熟,“自我实现”是最大的动力。其在一定程度上反映出现阶段我国企业管理者对保持和提高自身社会声誉与职位的需要。

2 经理人需求与管理防御策略

在上述关于管理者人性特征分析的基础上,本文对经理人为满足其需求而采取的管理防御策略进

行分析,从而为设计出能够降低和防范我国企业经理管理防御行为的薪酬结构奠定基础。

2.1 经理人管理防御策略

1) 过度在职消费

薪酬激励一直是企业最重要、最普遍的一种激励方法。代理成本理论中指出,当管理者对企业做出的贡献得不到必要的回报时,他们将很难规避“自身利益最大化”所驱动的道德风险与逆向选择。其后果就是管理者无心考虑委托人的利益,过度追求由“职务寻租”带来的灰色收入等。薪酬激励作为一种公司内部治理机制,能够在一定程度上缓解股东和经理层之间的代理问题。但是,在我国薪酬机制还有待完善,有些上市公司并不是将经理的经营绩效和薪酬挂钩,从而使薪酬的激励作用降低;还有些上市公司的高管兼任国家干部,而这些经理人的薪酬则和国家行政工资级别挂钩,受硬性规定的影响较重,也使薪酬的激励作用不足。这些更有可能导致经理人利用职务之便谋求在职消费或灰色收入,进行管理防御行为,使代理成本增加。

2) 运用相关股利政策进行防御

企业股利政策一直是理论界讨论的热点,近年来,有学者研究认为:不具有管理防御动机的经理人能有效投资于收益率高的项目,给股东带来高回报,因而不需要大规模支付现金股利;有管理防御动机的经理人则为了扩大公司规模有必要投资项目,但是倾向于投资对自己有利的项目。这样,为了防御个人的管理地位,经理人有必要向股东发放现金股利^[4]。而且,经理管理防御程度越强,发放股利的(既包括现金股利和股票回购)概率和力度都越大^[5]。

并且当管理者所面对的外部环境和自身因素的不同,其对股利政策的偏好也有所不同:①当企业管理者持有企业相当的股权时,管理人员就倾向于支付适当的股利来获取私人利益。在经理层持股达到30%以上时,经理人存在支付适当股利以获取私人收益的动机^[6]。②当管理者的任期较长时,其在企业有较强的控制权,不易受到外部市场的监督。也就是说“经理人任期越长,越有可能进行管理防御,利用控制的公司剩余资源,来增加自己的可控资本规模,从而不倾向于发放现金股利”^[7]。在我国上市公司中同样存在“公司经理以适当支付股利为自己谋取私利的行为”^[8]。③当企业存在“一股独大”的情况时,管理者的任命权就取决于大股东的意志,因此管理者为了追求自身地位的稳固或提高,就会倾向于支付适当的股利来满足大股东的利益。

在我国当第一大股东持有的为流通股份时,其持股比例与现金股利支付水平明显呈正相关^[9]。

3) 运用相关融资策略进行防御

西方优序融资理论认为,一个企业融资次序应是先内部融资,再负债融资,最后才是股权融资。然而,管理者也会出于对其自身利益和职位的考虑对融资方式进行选择。

虽然内部融资是三种融资方式中筹资费用最小的,但是,内部融资会导致管理者所控制的剩余资源减少,从而减少其“在职消费”的资金来源;类似的是,负债具有杠杆作用,会给股东带来杠杆收益,然而,负债会导致管理者承担付息和到期还本的约束。一旦公司资不抵债,则面临破产的风险,管理者也面临被解雇的风险。那么与职位相关的控制权收益将会失去,而且会面临高额的工作转换成本,以及名誉的损失和社会地位的降低。而股权资本的分红派息是软约束,对管理者来说,它是一种更安全的融资方式。并且股权融资可增大管理者可控的剩余资源,扩大了其“在职消费”的资金来源,还可以增强其影响力和控制力,因此管理者一般会偏好股权融资。

国内外学者也从管理防御角度出发研究了企业融资问题,在一定程度上证实了管理者对融资方式进行选择时会从自身利益和社会地位进行考虑。经理人在面对外部潜在的接管威胁时,才会自愿举债,以向股东表明其努力提高公司经营绩效的决心,并保证自己的控制权^[10]。由于在我国股权融资资本成本低、大股东控制权收益、有缺陷的监管制度和低效率的资本市场等因素的存在,我国上市公司存在较为强烈的股权融资偏好;在当前公司内外部治理失效,对管理者监管弱化的背景下,管理防御行为应是上市公司股权融资偏好的重要解释因素^[11]。

4) 运用非效率投资进行防御

管理者为控制较大的资源,从而攫取较多的经济利益,构筑“经理帝国”,就会倾向于一些非效率的投资项目。由于经理目标是最大化自身利益,在不存在好的投资机会的情形下,经理倾向于将企业过去投资所产生的现金流,投资在负的净现值项目上,而不是将其分配给股东,即产生过度投资^[12]。另外一种情况是,现任管理层通过扩大公司规模进而提高公司对其依赖的程度,因而使得经营者具有更大的职业保障^[13]。同样,经理人也会存在一些投资短视倾向,因为回报很快的项目才会引起有关各方的关注,从而迅速建立起管理者个人声誉,相反,投资回报很慢的项目不易树立管理者的声誉^[14]。

2.2 经理人需求与经理管理防御策略的相互关系

经理人为能够满足自己的需求,可能会使用上述策略中的一个或是几个策略组合来达到自己不同的目的。同样,根据不同的情景,上述的管理防御策略可以达到一个或是两个以上的目标。根据上述对经理管理防御策略的分析,本文将经理人需求与经理管理防御策略的相互关系进行总结,如表1。

表1 经理人需求与经理管理防御策略的相互关系

Tab.1 The interrelation of manager's requirements and managerial entrenchment strategies

职位需求	防御策略			
	在职消费	股利政策	融资策略	投资策略
自身经济利益	√	√	√	
自身地位和声誉		√	√	√

表中“√”表示:经理人采取某种防御策略可以达到的目标,或是为了满足某种职位需求而可能采取的策略。

3 经理薪酬结构的模型分析

本部分在借鉴 Gary S. Becker 和 George J. Stigler^[15]提高执法者执行质量模型的基础上,构建经理人职位追求对管理防御的影响模型,并通过该模型构建能够减少经理防御行为的薪酬结构。

3.1 变量描述

- 1) 管理者的任期为 n ;
- 2) 管理者的薪酬为 w_t , ($t \in [1, n]$)
- 3) 折现率为 r , ($r \in (0, 1)$)
- 4) 管理者的防御行为被发现的概率为 p , ($0 \leq p \leq 1$);
- 5) 管理者通过防御行为而且未被发现时获得的经济利益的货币价值为 i , ($i \in (0, +\infty)$), 获得的地位稳固或名誉收入的货币价值为 f , ($f \in [0, +\infty)$);
- 6) 管理者的防御行为被发现后所获得薪酬收入为 v_t , 以及第 t 期防御行为被发现后对管理者期满离职后所带来损失 c_t , ($t \in [1, n]$)。

3.2 模型假设

假设1 经理人是以期望收益的大小来决定是否采取防御行为;

假设2 第 $t+1$ 期经理人的防御行为被发现后,第 t 期经理人的薪酬变为 v ;

假设3 委托人对管理防御行为的惩罚措施不包括辞退;

3.3 模型构建

我们从经理人的最后一个任期 n 开始, 经理人有两种行为决策, 第一种是不进行管理防御, 即就是获得一个确定的薪酬收入 w_n ; 第二种是通过防御行为, 有 $(1-p)$ 的可能性获得收入为 $(i+f+w_n)$, 有 p 的可能性获得收益为 $(v_n - c_n)$ 。因此, 能够降低管理防御行为的最低薪酬为:

$$w_n = (1-p)(i+f+w_n) + p(v_n - c_n) \quad (1)$$

亦即:

$$w_n = \frac{(1-p)}{p}(i+f) + v_n - c_n \quad (2)$$

如果经理人在第 n 期和第 $(n-1)$ 期末进行管理防御行为, 则他预期能获得的现金流入为第 $(n-1)$ 期的薪酬收入和第 n 期薪酬收入的现值之和 $(w_{n-1} + \frac{w_n}{1+r})$; 如果经理人在第 $(n-1)$ 期采取防

御行为, 则他有 p 的概率获得 $(v_{n-1} + \frac{v_n - c_n - c_{n-1}}{1+r})$, 有 $(1-p)$ 的概率获得 $(i+f+w_{n-1} + \frac{w_n}{1+r})$, 则有:

$$w_{n-1} + \frac{w_n}{1+r} = (1-p)(i+f+w_{n-1} + \frac{w_n}{1+r}) + p(v_{n-1} + \frac{v_n - c_n - c_{n-1}}{1+r}) \quad (3)$$

代入方程(2) 解得:

$$w_{n-1} = \frac{1-p}{p}(i+f) \frac{r}{1+r} + v_{n-1} - \frac{c_{n-1}}{1+r} \quad (4)$$

同理可得:

$$w_i = \frac{1-p}{p}(i+f) \frac{r}{1+r} + v_i - \frac{c_i}{(1+r)^{n-i}} \quad (5)$$

从方程(2)、(4) 和(5) 看出, 可以满足经理人期望的薪酬与管理防御行为被发现的概率 p 成反比、与管理防御行为被发现后对其离职后所带来损失 c 成反比、与通过防御行为能够获得经济利益 i 和地位稳固或名誉 f 收入的货币价值成正比、与管理行为被发现后所能获得的薪酬收入 v 成正比, 同时其与折现率 r 也成正比。

3.4 经理人薪酬结构设计

在方程(5) 中的能够降低管理防御行为的薪酬包含三个部分, 其中第一部分 $\frac{1-p}{p}(i+f) \frac{r}{1+r}$ 中的

$\frac{1-p}{p}$ 可以看作是对管理行为起到监督或约束作用的因素, 例如董事会对经理人管理行为的约束监督; $\frac{1-p}{p}(i+f) \frac{r}{1+r}$ 可以解释为最后一期经理人的防

御行为在一定限制条件下为其带来利益的货币价值超过其它任期管理防御行为所带来利益的货币价值的资本成本; 第二部分 v_i 是经理人的防御行为被发现后遭到处罚后的薪酬收入; 第三部分 $\frac{c_i}{(1+r)^{n-i}}$ 是第 i 期管理防御行为被发现对管理者离职后所带来损失的现值。

因此, 本文将经理人的薪酬结构分为三部分: 第一部分为在经理人任期结束时所支付的薪酬, 让其等于 $\frac{(1-p)}{p}(i+f) \frac{1}{1+r}$, 相当于经理持股, 这一部分可通过经理人出售所持股份的形式来获得; 第二部分为每期支付给经理人的薪酬部分, 让其等于 $\frac{(1-p)}{p}(i+f) \frac{r}{1+r}$, 相当于每期的基本薪酬; 第三部分为经理人防御行为被发现后的净收益, 让其等于 $v_i - \frac{c_i}{(1+r)^{n-i}}$, 这一部分可以看作是对每期的基本工资的调整, 类似于奖金或罚款。

由方程(2) 和(5) 可知, 经理人员在其任期内进行管理防御行为的期望薪酬收入总额为:

$$\sum_{i=1}^n w_i = w_n + \sum_{i=1}^{n-1} w_i = n \frac{(1-p)}{p}(i+f) + \sum_{i=1}^n [v_i - \frac{c_i}{(1+r)^{n-i}}] \quad (6)$$

当经理人在其任期内不进行防御行为时, 则经理人只获得固定的薪酬收入 $\sum_{j=1}^n w_j$, 而且如果企业在设计企业薪酬结构时未考虑经理人员会通过管理防御行为来追求其自身的经济利益、职位和声誉等方面的利益, 则 $\sum_{j=1}^n w_j < \sum_{i=1}^n w_i$ 。因此可知, 当我们在设计企业经理人薪酬结构时, 若考虑了经理人对自身的经济利益、职位和声誉等方面利益的追求时, 经理人员采取管理防御行为和不采取管理防御行为所获得期望薪酬收入是相同的, 此时, 经理人就会放弃防御或降低管理防御程度。因此这种薪酬结构的设计是可以降低经理防御行为的。

4 结 论

设计合理的薪酬结构是减少经理管理防御行为、降低代理成本的有效途径之一。因此, 本文在对经理人职位需求、管理防御策略分析的基础上, 在一定假设前提下, 设计出了能够减少管理防御行为的薪酬结构。

该薪酬结构应包括三个部分:基本薪酬 $\frac{(1-p)(i+f)r}{p(1+r)}$ 、经理持股 $\frac{(1-p)(i+f)}{p} \frac{1}{1+r}$ 以及对每期基本薪酬的调整 $v_t - \frac{c_t}{(1+r)^{n-t}}$ 。使得经理人在管理防御或者不防御情况下,获得的薪酬总额相等,从而放弃或降低管理防御的行为。

参考文献:

- [1] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation—an empirical analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 293-315.
- [2] Walsh J P, Seward J K. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms [J]. *Academy of Management Review*, 1990, 15: 421-458.
- [3] 吴德勤.《经济哲学——历史与现实》[M]. 上海:上海大学出版社, 2002.
- [4] Feng Z, Ghosh C, Sirmans C F. On the capital structure of real estate investment trusts (REITs) [J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2006, (11): 327-355.
- [5] Aidong H, Praveen K. Managerial entrenchment and payout policy [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2004, (4): 759-792.
- [6] Jorge F. Dividend policy corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis [J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2003, (11): 1173-1211.
- [7] Sidney F, Hambriek D. Chief executive compensation: a study of the intervention of markets and political processes strategic [J]. *Management Journal*, 1989, (10): 121-134.
- [8] 刘星,魏锋,戴玉光,经理管理防御下的公司股利政策研究[J]. *中国会计评论*, 2004, 12(2): 363-376.

Liu Xing, Wei Feng, Dai Yuguang. Corporate dividend policy under managerial entrenchment [J]. *China Accounting Review*, 2004, 12(2): 363-376.

- [9] 李秉祥,张明,武晓春,经理管理防御对现金股利支付影响的实证研究[J]. *中南财经政法大学学报*, 2007, (6): 134-144.
- Li Bingxiang, Zhang Ming, Wu Xiaochun. An empirical analysis of management entrenchment effect on cash dividend payment [J]. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*, 2007, (6): 134-144.
- [10] Jeffrey Z. Dynamic capital structure under managerial entrenchment [J]. *The American Economic Review*, 1996, (12): 1197-1215.
- [11] 黄国良,程芳. 基于管理防御视角的中国上市公司股权融资偏好[J]. *管理现代化*, 2007, (4): 59-61.
- Huang Guoliang, Cheng Fang. Equity financing preference of listed companies based on the view of management entrenchment [J]. *Modernization of Management*, 2007, (4): 59-61.
- [12] Jensen M C, Meckling W H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and capital structure [J]. *Journal of financial economics* 1976, 3 (2): 305-360.
- [13] Shleifer A R V. Managerial entrenchment: the case of manager specific investment [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 25: 42- 67.
- [14] Hirshleifer D, Thakor A V. Managerial conservatism, project choice, and debt [J]. *Review of Financial Studies*, 1992, (5): 437- 470.
- [15] Gary S. B, George J. S. Law enforcement, malfeasance, and compensation of enforcer [J]. *The Journal of Legal Studies*, 1974, (1): 1-5.

(责任编辑 杨小丽)