

我国经理人市场定价效率及实证分析

黄健柏, 钟美瑞

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要:有效的经理人市场定价必须反映出经营者参与企业剩余索取权的分配;反映所有者激励机制设计原则,克服经理人机会主义行为;并考虑风险分担带来的成本与收益之间的平衡。通过对我国内部经理人市场定价效率进行实证分析,对提高我国经理人市场定价效率提出了加快制度环境建设,重视人力资本价值并通过股票、股票期权、虚拟股票的形式使之参与剩余分配的政策建议。

关键词:经理人市场;定价效率;委托-代理理论;风险分担

中图分类号:F014.36

文献标识码:A

文章编号:1672-3104(2003)06-0776-05

市场经济是利用价格机制对资源配置起基础性作用的一种制度安排。我国学术界对经理人市场定价效率的系统研究不多,一方面是由于我国经理人市场发育还很不完善,另一方面还在于经理人市场是一种特殊的劳动力市场,对这种具有较高人力资本存量的人性化的“商品”进行定价,用主流经济学的局部均衡分析或公理化的方法进行定量描述是困难的^①。鉴与此,本文借鉴人力资本理论、委托-代理理论和产权理论对经理人市场定价效率理论进行研究。

一、 经理人市场定价效率判别的准则

一个有效率的市场能够对资源进行最优配置。经理人市场定价是否有效率要看是否能使经理人这种稀缺的人力资本资源被最优化配置到现代企业中去,激发出经理人的“人力资本”存量,并防止他们的逆向选择和道德风险等机会主义行为。从这个定义可以看出,它与古典主流经济学的商品定价效率是有很大区别的。对经理人这种人力资本天然与人本身不可分割的“商品”进行定价时,既要考虑到它所遵循的市场化配置规则,还要考虑到其人力资本的激发过程,否则,这种人力资本就退化成了—般意义的物质资本,对它的定价效率就会降低,使这种宝贵的资源达不到最优配置。我们认为有效率的经理人市场定价必须遵循以下准则:

(一) 有效的经理人市场定价必须反映现代企业的经营者参与企业剩余索取权的分配

在经理人市场中,对经理人有效率的定价必须反映出其参与了企业剩余索取权分配的信号,体现对经理人过去劳动的合理补偿和对未来行为的有效引导,否则经理人就会关闭自己的人力资本,使自己的人力资本一文不值或引发败德行为。现代企业是一个人力资本与非人力资本的特别合约^[1]。现代企业里非人力资本的社会表现形式的多样化趋势,如从实物型非人力资本,到货币型非人力资本,再到信用型非人力资本,使得其减少了作为实物型资本投资时的抵押品性质。在比较完善的资本市场里,出资者更多的“用脚投票”,股权约束逐渐弱化,非人力资本所有者从企业的直接经营者向纯粹的证券投资者转化,这使得非人力资本所有者进出企业的自由度大大增加,因而逃避企业投资风险具有了现实可能性。另一方面,经营者在一个极其复杂和不确定的环境中做出的经营决策正确与否与其专业技术和知识有着极其密切的关系。这种专业技术和知识与实物资本相结合,逐步形成企业的核心知识和能力,这种核心知识和能力是企业保持长期和持久竞争优势的源泉。从企业核心知识和能力的形成和积累过程看,人力资本不仅具有专用性,并且它需要通过专用性投资来获得。人力资本的这种专用性使得它必然存在可抵押性与风险性,也反映了社会分工对人力资本所有者进入和退出企业的客观性制约。

这一客观性制约使人力资本所有者具有一种退出企业的惰性以及承担企业生产经营风险的自觉性和主动性。这样从企业风险分担的角度看, 由于非人力资本社会表现形式的多样化和证券化趋势, 使非人力资本所有者日益成为企业风险的逃避者, 而人力资本的专用性和团队化趋势则使人力资本所有者日益成为企业风险的真正承担者^②。所以学者杨瑞龙指出“只不过在企业经营的不同状态下, 人力资本所有者与物质资本所有者各自风险承担的程度不同”¹²¹。经营者从企业中领取工资, 实现了其劳动力作为一种生产要素的价值, 似乎他们已经不存在任何风险, 但实质上, 工资仅是其人力资本价值的一部分, 而并非全部, 那么经营者理所当然的要与股东所有者分享企业的剩余索取权。因此一个有效的经理人市场定价机制必须反映企业经营者参与企业剩余索取权的分配, 否则这种定价机制就是低效率的。

(二) 有效经理人市场定价必须反映所有者的激励机制设计原则, 克服经理人的机会主义行为

委托-代理理论的基本假设是人的自利性。如果没有明确的合约约束, 代理人会追求最大化的自己利益, 而不是委托人的利益。因此如何克服代理人的机会主义倾向是经理市场报酬激励机制即定价机制设计的核心问题之一。机会主义行为源于不确定性, 是在不完全的或扭曲的信息揭露情况下产生的, 反过来也是经济交易中不确定性的一个重要来源。机会主义被认为是经理隐藏地追求个人自利的行为¹³¹⁽¹⁰⁰⁾, 主要表现为: 一是偷懒动机。哈特(Oliver Hart)从有限理性、衡量绩效的困难和信息非对称等三个方面分析了合同不可能完整, 即合同双方不可能详尽地把所有可能情况下各自的责任和义务写进合同, 这使经理人有了偷懒的机会。罗斯、米尔利斯(Mirrles, 1974, 1976)和斯蒂格里茨(Stiglitz, 1975)认为偷懒的动机在于代理人的利己性与信息不对称的同时存在。事实上, 经济主体的利己动机是普遍存在的, 只要信息不对称存在, 偷懒动机就可能转化为一种行动。这种偷懒动机被B·赫尔姆斯托姆(Bengt Holmstrom)称为“道德风险”¹⁴¹⁽²⁰³⁾。二是“搭便车”行为。阿尔钦和德姆塞茨(1972)指出企业实质上是一个生产团队, 一种产品是由团队内若干个成员协同生产出来的, 而且任何一个成员的行为都将影响其他成员的生产率¹⁵¹。由于最终成果是一种共同努力的结果, 每个成员的个人贡献都不可能精确地分解和观测, 因此, 不可能按照每个人的真实贡献去支付报酬。其结果, 每个人都愿意尽量

使他人多付劳动, 而自己“搭便车”。在股东与经理人的委托-代理关系中, 由于经理人并不拥有企业资产的所有权, 或只有一小部分所有权, 因而他并不承担其选择的全部后果。在这种情况下, 经理人必然会有这样一种投机动机, 不愿意让别人搭自己努力的便车, 而是试图去搭别人努力的便车。因此, 一个有效的定价机制必须尽可能满足参与约束和激励相容原则, 尽可能使经理人的个人利益与企业的利益相联系。同时对经理人的行为要有足够的监督与约束, 最大限度地防止和减少经理人的机会主义行为倾向。

(三) 有效的经理人市场定价必须考虑到风险分担带来的成本

德国统计学家冯·诺伊曼-莫根施特恩(Von Neumann-Morgenstern)将人们对风险的选择分为三种类型: 风险偏好型、风险中性型和风险规避型。在个人对风险后果负责的情况下, 个人偏好对风险类型的选择起着决定性作用。在委托-代理理论中, 由于代理人追求风险偏好型的经营方式往往会对个人的经理职位产生威胁, 而冒风险所获得的收益中只有很少一部分归于经理个人¹⁶¹⁽¹⁰⁵⁾, 因此, 在股东与经理人的委托代理关系中假定代理人是风险规避型的。根据风险分担的原则, 在一个集体中, 一个成员对风险的忍耐度相对其它成员越低, 他在该集体中分担的风险份额应该越少, 即在股东为风险中性和经理人为风险规避的假定下, 让风险中性的股东承担全部风险是一种均衡策略, 也是帕累托最优的。从风险有效分担这个角度看, 定价机制给经理人支付固定的报酬是最优的契约安排。但是这种最优的契约安排与人力资本承担风险及经理的报酬应与企业经营业绩挂钩从而承担一定风险相矛盾。我们把这种不符合最优风险分担契约带来的成本看成是定价激励合约的成本。定价激励合约应当有效平衡非最优风险分担的成本和定价激励的收益, 即有效率的定价必定使定价激励产生的边际收益等于非最优风险分担导致的边际风险贴水。

二、我国内部经理人市场定价效率的实证分析

我国经理人市场具有二元结构性质。由于外部经理人市场发育相对于内部经理人市场较晚, 而且改革开放以来我们主要以推动国有企业改革为目

标,所以在这里我们主要讨论我国内部经理人市场的定价效率问题。在我国内部经理人市场定价改革过程中,出现过“内部人控制现象”和“五九现象”,这是国有企业的经理人利用改革过程中相关制度安排的缺陷强行对其人力资本定价的结果;也出现过由于定价机制设计不完善导致的冯生根难题,这些都是定价效率不高的表现。现在我们结合中国企业家调查系统的数据资料来分析我国内部经理人市场定价效率的现状。

(一) 国有企业经营者参与企业剩余索取权分配的程度还很低,与其人力资本的实际贡献不对应

表1、表2和表3列出了近年来我国各类不同所有制企业经理人报酬的相关数据。

表1 不同所有制企业经营者的年平均收入比较

企业性质	每年平均收入(万元)
国有	2.36
集体	3.16
股份制	5.25
外商投资	8.91
港澳台投资	5.21
私营企业	11.16
平均	4.86

资料来源:中国企业家调查系统(1999b)

表2 不同所有制企业经营者于员工年收入差距(%)^[7]

	国有	集体	私营	股份制	外商投资	港澳台投资	合计
1倍以下	16.1	15.5	10.8	9.4	6.7	15.8	13.1
1-2倍	59.6	40.5	25.1	35.3	29.7	32.4	43.9
2-5倍	22.5	35.6	40.2	41.9	46.4	36.0	33.3
5倍以上	1.8	8.4	23.9	13.4	17.2	15.8	9.7
(N)	(1042)	(239)	(251)	(575)	(239)	(139)	(2535)

表3 经营者收入形式(%)^[7]

收入形式	各类企业收入形式的均值
月薪和奖金	80.6
风险抵押承包制	11.4
年薪制	18.8
股权	22.0
期权	1.1
其它	1.9

从表1可以看出,国有企业经营者的年平均收入水平大大低于其它各类企业经营者的年平均收入水平:比股份制企业低1.22倍,比外商投资企业低2.78倍,比港澳台投资企业低1.21倍,比私营企业

低3.73倍,比各类企业经营者年平均收入总和平均数低约51.44%。1997年中国企业家调查系统(1997a)所作的调查,该比例约为22%,这说明国有企业经营者的收入与其他企业经营者的收入差距在不断拉大。表2表明,国有企业经营者与员工的年收入差距在各类企业中也最小的。国有企业经营者的年收入只是员工收入的2倍及以下的占75.7%,而私营企业仅占35.9%,股份制企业为44.7%,外商投资企业为36.4%,港澳台投资企业为48.2%;5倍以上的,国有企业只有1.8%,而私营企业和港澳台投资企业则分别达23.9%和17.2%。从表2.3可以看出,表现企业经营者参与剩余索取权分配的重要形式,并起着长期激励作用的股权与期权制却只占到整个收入形式的23.1%。

根据经营者人力资本的特性,拥有一定人力资本存量的企业经营者承担了企业风险,应参与企业剩余索取权的分配。但以上数据说明我国国有企业内部经理人市场对国有企业经营者定价存在着报酬水平偏低,报酬结构不合理,以及长期激励不足的缺陷,国有企业经营者参与企业剩余索取权分配的程度还很低,与其人力资本的贡献很不对应,市场对企业经营者定价是低效的。存在这种状况的主要原因是:①国有企业难以在短时间内完全摆脱长期计划经济体制下形成的思维模式和分配结构。计划经济条件下,精神激励、政治与行政处罚等超经济手段在体制运行和劳动管理过程中发挥着支配作用,这些超经济手段改变企业经营者对经济收入的偏好,抑制企业经营者对个人经济利益或货币利益的追求,扭曲了企业经营者的行为,企业其他成员也难以接受将企业经营者的收入与其付出的劳动、承担的责任、风险和做出的贡献相联系的分配模式。②大多数国有企业效益不高,有许多还处于严重亏损状态;一些企业正在进行大力度的内部体制改革或改制过程中,企业内部成员面临着巨大的压力,这些都加大了完全兑现经理人人力资本价值的难度;经理人从降低自身管理难度的角度考虑,也往往会放弃对部分人力资本回报的要求。③改革的制度环境还不完善,部分企业经营者拥有过度的控制权,在职消费部分弥补了货币回报的不足。

(二) 利用控制权对国有企业经营者进行定价不满足委托-代理理论框架下的激励机制设计原则

我国从1978年开始实施的国有企业改革,是对国有企业实行“放权让利”为基本思路展开的。放权让利的实质上是在产权关系不变的前提下,政府

将部分经营决策权下放企业,并对政府与企业之间的利益分配关系作相应的调整,比如利改税、承包制、经营责任制等都属于“放权让利”范畴。这样经营者得到了很大的权利,已经享有相当充分的剩余控制权。这一点可以从我国经济转轨过程中形成的严重的内部人控制现象和中国企业家调查系统对经营者1993年至1997年企业14项经营自主权落实情况的调查中得到反映^③。国有企业的经营者通过他们对企业拥有的超常控制权获得在职消费、成就感、权利欲望的满足等收益。这意味着我国国有企业经营者人力资本价值回报的不足已经通过握有过量的剩余控制权部分得到了补偿。这种控制权补偿(也可以称为控制权定价)存在严重的缺陷:控制权收益具有不可有偿转让和不可补偿性,一旦失去控制权就意味着失去一切相应的收益,这就使得经营者希望长期持有控制权(长期“在位”)¹⁸¹。事实上,这是很难做到的。即使能够做到,也不能保证企业经营者的经营才能不弱化甚至消失¹⁹¹。这种通过控制权而实现的收入,导致了经营者由于害怕失去它而反对企业被兼并,不愿承担风险,并把大量精力用于内部权力斗争而不是生产经营¹⁰¹。因此这种没有与企业剩余索取权相匹配的国有企业剩余控制权是一种“廉价决策权(控制权)”,致使所有者不能对经营者进行有效的监督,难以防范经营者的机会主义行为,激励相容约束条件不满足。另一方面在国有企业以外存在一个外部经理人市场,在那里经营者拥有的剩余索取权远远超过国有企业,使得国有企业高素质的经营者因参与约束不满足而流向非国有企业。国有企业的这种内部经理人市场用不对称的所有权形式对经营者定价是导致国有企业低效率的根本原因之一。

(三) 风险与收益不对称,定价激励不足

前已述及,由于多种因素的影响,国有企业经营者通常是风险厌恶型的。然而随着我国企业市场化

改革的不断深入,他们又必须承担越来越多的企业经营风险;企业家由于其人力资本的专用性,受到退出企业的客观性制约,也必须具有承担风险的自觉性和主动性。根据风险与收益对称的原则,应当给予较高的货币性报酬。但从前面的表3和以下的表4可以看出这种货币性的报酬仍然偏低,报酬与绩效相关度也不高,经营者干好干坏收入差别不大,甚至倒挂。一个典型的例子就是1998年每股收益高达1.71元的“五粮液”企业的老总的年薪仅是每股亏损0.364元的“良华实业”企业老总年薪的一半。企业家承担的风险增加后有两方面的后果,一是他要支付承担风险给自身带来的成本;二是风险增加也会产生更多努力工作的激励,给企业带来获得收益的机会。薪酬制度必须考虑这些因素,给企业家以合理的补偿。

三、提高我国经理人市场定价效率的路径选择

从我国内部经理人市场对经营者的定价分析中可以看出,对我国国有企业经营者的定价总体上仍然是低效的。从企业制度角度看,存在着所谓“最昂贵的企业制度和最廉价的企业家”:大多数国有企业尚未建立真正的法人治理结构,投资主体不够明确,没有达到产权清晰的要求;多数企业领导班子采用任命制,企业内部的人事制度改革仍不到位,能上不能下;企业经营者人才市场缺乏明确、量化的评价指标和制度保障,还没有形成一套对企业经营者通用、科学的绩效考核评价体系。因此,要提高我国内部经理人市场的定价效率,应当重点从以下几个方面入手:①加快现代企业制度的建设,深入产权制度改革,使经理人市场对经营者合理定价有一个完善的制度环境。②充分重视企业经营者人力资本的价

表4 不同历史时期最初担任企业家时的年工资收入¹¹¹

等 级 年 份	1979年以前	1980~1984年	1985~1993年	1994~1999年	合计(1979~1999年)
1000元以下	58.1	39.3	10.8	0.0	17.2
1001~2000元	15.9	21.5	16.8	0.0	13.2
2001~5000元	15.9	17.5	25.4	1.6	16.8
5001~10000元	10.1	13.0	23.6	38.9	24.4
10001~20000元	0.0	4.5	13.4	27.1	14.3
20000元以上	0.0	4.2	10.0	32.4	14.1

值,确保其参与企业剩余索取权的分配。完善有关法律和法规,为企业经营者报酬结构中增加反映长期激励(股票、股票期权、虚拟股票、名义股票等)的报酬的形式提供法律保障。对于年薪制,应尽量与企业经营者绩效、企业规模及相对业绩挂钩,提高报酬激励效果,使报酬契约从水平维度、风险维度和时间维度全面反映企业经营者的付出和所承担的风险。③经过二十多年的改革开放,我国企业经营者已经有了一部分货币积累,多数不再为基本生活来源担忧了。换句话说,他们可能不再需要较高的固定工资来保险,而是通过展示他们的才华和承担更多的风险来获得更多的货币或非货币报酬。他们中的许多人已经从过去的风险规避者向风险中性或风险偏好者转变。经理人市场定价应当考虑这种风险偏好的变化,使企业经营者与企业所有者共同承担企业风险并获取回报。这种因风险分担带来的边际成本要与风险分担带来的边际收益相等,有关这方面的量化研究还需要理论工作者做出艰苦的努力。

注释:

- ① 按照古典的边际生产力理论,企业家的价格应该由市场力量决定,但是这种市场定价的方式无法解释可比较的企业中企业家报酬的巨大差距。
- ② 方竹兰在“人力资本所有者拥有企业所有权是一个趋势”一文中,更加详细的论证了人力资本所有者是企业风险的真正承担者。
- ③ 谢德仁在《企业剩余索取权:分享安排与剩余计量》一书中,利用

企业家调查系统的资料详细说明了我国企业经营者已经充分享有了剩余控制权。

参考文献:

- [1] 周其仁. 市场里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. 经济研究, 1996, (6): 72-76.
- [2] 方竹兰. 人力资本所有者拥有企业所有权是一个趋势——兼与张维迎博士商榷[J]. 经济研究, 1997, (6): 36-40.
- [3] 杨瑞龙. 企业共同治理的经济学分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [4] 威廉姆森. 治理的经济学分析: 框架与意义[A]. 埃瑞克·菲吕博顿著, 孙经纬译. 新制度经济学[C]. 上海: 上海财经出版社, 2002.
- [5] Holmstrom B. Moral Hazard and Observability[J]. Bell Journal of Economic, 1979(10): 74-91.
- [6] 王2. 企业经理角色转换中的激励制度研究[M]. 广州: 广东人民出版社, 2002.
- [7] 中国企业家调查系统. 迎接知识经济挑战: 世纪之交的中国企业经营者[J]. 管理世界, 1999, (4): 108-109.
- [8] 张维迎. 控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍[J]. 经济研究, 1998, (7): 3-14.
- [9] 周其仁. “控制权回报”和“企业家控制的企业”——“公有制经济”中企业家人力资本产权的个案研究[J]. 经济研究, 1997, (5): 31-42.
- [10] 张维迎. 产权安排与企业内部的权力斗争[J]. 经济研究, 2000, (6): 41-50.
- [11] 中国企业家调查系统. 中国企业经营队伍制度化建设的现状与发展——2000年中国企业经营成长与发展专题调查报告[J]. 管理世界, 2000, (4): 92-102.

Pricing efficiency theory study of handlers market and empirical analysis to China interior handlers market

HUANG Jiar-bo, ZHONG Meirui

(Business School of Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Based on human capital theory, principal-agent theory and property rights theory, this paper analyzes a few rules to identify pricing efficiency of handlers market such as participating the allocation of claim to firm's residue; meeting design principle of owner incentive mechanism to overcome manager opportunism behavior; Concerning about trade-off between cost and benefit resulting from risk share. And According to these rules the paper carries through empirical analysis to China interior handlers market. Finally, we bring forth policy suggestion on how to improve pricing efficiency of China handlers market such as quickening institutional environment construction and attaching importance to human capital value in order to participate in the allocation of claim to firm's residue through stock, stock option and virtual stock.

Key words: handlers market; pricing efficiency; principal-agent theory; risk-sharing