董事会动态治理的微观考察

——基于最优契约理论与管理层权力理论

唐 静[1,2](副教授)，吴志军[1]，黎建铭[1]

(1.广东外语外贸大学，广州 510006；2.华南理工大学工商管理学院，广州 510641)

【摘要】现有对所有权与经营权相分离公司的激励契约有效性的理论解释有两种:最优契约理论与经理权力理论。本文通过对两种理论的再考察和检验发现,这两种理论都未能考虑董事会行为与经理人行为之间的内生性问题。本文实证检验还发现,无论是国有企业还是民营企业,董事会与经理权力之间的此消彼长,会随着外部环境的改变呈现动态变化,特别在企业会计业绩变差时,董事会往往倾向于采用减薪或解聘方式给经理人传递信号,这一信号的有效性同时验证了董事会动态治理行为的有效。

【关键词】公司治理；董事会权力；经理权力

一、引言

长期以来,学术界将公司治理机制分为内部治理机制和外部治理机制两个维度。目前,我国外部治理市场不完善,因此,国内学者的研究视角更多转向了内部治理机制。其中分为两条主线:一是以高管权力为主线展开的关于经理权力引发的自利行为,如超额薪酬(**Jensen**,**Murphy & Wruck**,**2004**)、高管解聘(**Wiersema & Zhang**,**2011**)等研究;二是以董事会有效性而展开的关于董事会规模、董事会结构等方面的研究。第一种视角认为经理能够利用权力"俘虏"董事会,让董事会沦为"摆设",解释了现实中高管薪酬契约部分失效的现象;第二种观点则认为存在"完美"的董事会,只要董事会在规模、组成等方面进行调整,就能达到有效降低代理成本的目的,支持高管契约理论的有效性(方军雄,**2009**)。

上述文献的观点都是从静态层面进行分析,认为经理层要么俘虏董事会,要么董事会可以有效治理经理层,将两者之间的关系视为静止不变的。两者如何相互作用,以及将对高管人员的行为带来怎样的实际影响,尚没有得到充分的研究。国内的学者曾对公司的动态治理决策研究做出有益的尝试,认为董事会可以通过减薪和解聘有效地控制公司经营。但总体而言,对于经理权力与董事会权力两者共同进行探讨的文献比较少。因此,本文试图对董事会权力与经理权力的动态变化趋势以及董事会权力如何发挥治理经理人的作用做出研究尝试。同时也为以后两者的动态研究提供一个新的视角。

二、理论分析与假设提出

关于公司激励契约存在两种重要的理论:"最优契约理论"与"经理权力论"(**Bebchuk & Fried**,**2003**;**Goergen & Renneboog**,**2011**)。最优契约理论认为,董事会可以通过对高管的薪酬以及解聘制度有效降低股东与经理人之间的代理成本。而经理权力理论却认为,经理人可以通过控制董事会设计符合自己利益的绩效薪酬契约。这样的情况下,经理人的薪酬契约不仅不是解决代理问题的方式,而本身成为代理问题的产物(**Core & Larcker**,**2002**)。经理权力理论一度盛行,对传统的契约理论提出了极大的挑战。公司内部治理的核心机构董事会面临了前所未有的危机与评判。在此框架下进行研究,对某些现象的确进行了有效解释,例如,公司高管的确存在薪酬黏性(方世雄,**2009**)、尺蠖效应(方世雄,**2011**)等。已有学者对我国国有企业与民营企业的薪酬契约展开了一些研究,两者均存在在职消费、自定薪酬等典型的管理自利行为(**Bebchuk & Fried**,**2003**)。在制约管理层的自利行为过程中,公司治理结构始终扮演着至关重要的角色,董事会无疑是公司内部治理的核心组成部分。其中值得注意的是,董事会兼具监督与咨询的职能。董事会在专业方面确实可以为公司的决策提供切实的帮助。在此过程中,董事会权力可能通过专业能力等方面取得主动权。本文认为董事会权力与经理权力的变化存在动态的变化规律。

"权力制度化"理论中认为一般当权者巩固权力会经过三个主要的过程,从承诺让其享有一定的权力到慢慢将权力制度化,通过已有的权力进行资源的获得、人事的安排以及关系网的强化,最终达到巩固权力的目的。这样的静态权力观下,大家就会倾向于认为**CEO**的权力会不断扩大,而董事会的权力会处于不断下降的趋势。这一理论下,其假设公司内部的主导利益群体以及外部环境是静止不变的,而实际上,公司内部的治理机制和权力状态

是不断变化的。权力动态观认为,在组织中的不同利益群体与公司环境发生变化的时候,在位的经理人的权力也在发生变化。经理层掌握的权力并不是永久性的,经理权力与董事会权力其实是一个动态博弈的过程,经理人刚上任期间受到质疑与威胁的风险更高,因此,经理人会拼命表现努力,通过战略变革等措施让董事会认可其能力,促进公司绩效的上升。在这一过程中,一方面**CEO**自身的权力会迅速膨胀,他们受到的威胁与对抗也会大幅度减弱;另一方面,董事会的成员也会与**CEO**形成更多的结盟,以求保留自己的职位以及高薪。而随着经理人任期的增加,经理人很可能出现保守的战略行为,造成与公司经营环境的不匹配,容易导致公司绩效下降,这个时候,整个高管团队都会受到压力,董事会内部可能出现利益冲突,会展开对经理权力进行控制的行为,甚至推翻现有的经理人,势必造成经理权力逐渐下降。因此,本文认为:

H1:随着外部环境的变化,经理权力与董事会权力呈现动态的变化规律。

董事会在经理层权力不断增大的过程中,是不是"坐以待毙"?如果不是,如何采用治理手段进行控制?传统的契约理论是不是彻底失去解释力?我国企业外部的监督机制比较弱化,一旦经理自主权增加过快,公司内部的权力制衡将被打破,作为内部治理核心的董事会在这里将发挥抑制经理自主权进行私利控制的核心作用。另外,如果董事会对经理的激励不足,制约过多,也会难以让经理自主权发挥应有的价值。可见,董事会发挥着枢纽作用。一方面,其代表着所有者的利益,要对公司的重大事项进行决策,为经理层提供帮助;另一方面,其负责监督和激励经理层的职责。正因为如此,董事会被看作协调各种矛盾、并对代理关系进行控制的有效机构。

权力循环理论的出现,为董事会约束机制的动态调整问题提供了新的方向。在该理论下,董事会不再是**CEO**的"天然盟友",而可能遭到董事会权力的争夺与对抗(**Cannella**,**2002**)。而这个"条件效率"便是公司的绩效。对于绩效不好的经营者,董事会会采取减薪或者解聘的措施进行施压。

在组织绩效下降时,经理人的声望与价值将会出现问题(**Lazear**,**1989**)。外界将会出现对经理人能力的质疑,可能会做出权力"争夺"的行为。因此,董事会根据其所监督**CEO**权力的变化而做出不同的行为,当其认为**CEO**能力缺乏时,可能会采取适当的行为进行提醒或者直接推翻**CEO**。本文认为,董事会权力是治理经理人自利行为的有效因素,董事会会对**CEO**采取大幅度的减薪措施,进行事前刺激,给予**CEO**信号,希望达到维持公司良好业绩的效果。而在不同董事会权力下,拥有较大权力的董事会采用减薪或解聘措施的能力越大。故本文认为:

H2:在其他条件相同时,公司的绩效越差,董事会更倾向于对**CEO**采取减薪或解聘的措施。

H3:在其他条件相同时,董事会的权力越大,业绩绩效差与**CEO**被减薪或解聘的关系会更大。

随着市场化的不断推进和政府的放权,国有企业的高管不断获得各方面的自主权,而民企高管天然享有的管理权力使得众多学者开始对管理权力理论一片倾斜,不论是对高管超额薪酬还是经理人市场的难以解聘现象,都开始提出薪酬契约的有效性质疑,认为高管薪酬实际上沦为管理层权力的私利(**Bebchuk**,**Fried & Walker**,**2002**)。按照此逻辑,现实中高管薪酬应该是管理权力的体现,无论公司绩效情况如何,高管都难以被减薪与解聘。即使董事会采取了减薪或者解聘措施,公司的绩效都不会受到显著影响。而如果现实情况并非如此,即董事会采取了减薪或者解聘的措施,公司绩效会显著提升,那么就可以在一定程度上佐证我国现实中最优契约理论仍然是有效解释薪酬契约的理论。因此,我们认为:

H4:无论是国企还是民企,董事会采取减薪或解聘的行为后,公司的绩效将有显著提高。

三、董事会权力与经理权力的测量

大体来说,董事会权力最重要的两个职能即为监督控制和资源提供。本文以这两者为核心对董事会权力进行综合的衡量。代理理论等强调董事会的独立性,认为可以加强董事会对于经理层的监管,但是忽视了董事会存在的能力差异性;同样,资源依赖理论等专注于董事会的资源提供功能,却忽视了如果董事会被经理层操纵,其资源提供能力将受到阻碍。因此,我们根据图**1**中的理论,从

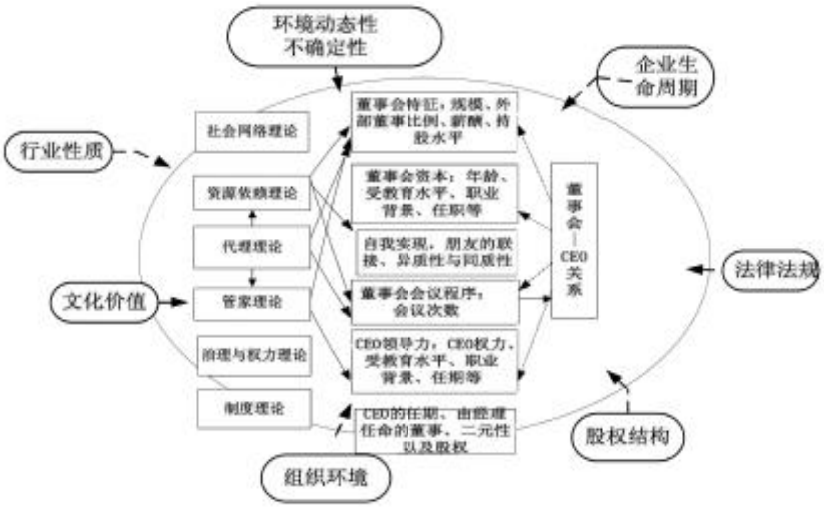

图 1　董事会权力测量理论基础(笔者整理)

中选取核心因素变量进行了综合的考量。这样的测量方法不仅反映了现代企业的需求,同时也克服了传统理论中的缺陷。避免了选择某一个理论观点,而对另外一个观点解释的情况存在盲点。具体操作上,我们根据**1999~2011**年的数据,将每一年的董事会权力因素进行主成分分析,最后将董事会权力分为了三个组成部分,即结构权、监督权和所有权。

1. 结构权。**Boyd**(**1994**)认为,这一变量包含了董事会规模以及董事会的薪酬,董事会的薪酬和规模与董事会的权能息息相关。薪酬越高,董事会的权力将会越大。董事会规模与权力大小成正相关关系的可能性更大。因此,本文在测量董事会权力指标时,采用了董事会规模越大、董事会权力将会越大这一观点。

2. 监督权。董事会的独立董事比例以及召开会议的次数,为衡量董事会监督权的重要方面。独立董事来自于公司的外部,通常与公司经理有利益联系的可能性比较小。因此,能够更好地判断和监督经理的行为以及决策。外部董事的知识、经验以及独立性都是行使监督权的重要来源。因为独立董事没有动机与经理层合谋来侵占股东财富,实证也发现拥有外部董事的比例越高,公司越少进行盈余管理(**Klein**,**2002**)。巴赫(**1988**)发现,公司如果有大量的外部独立董事,业绩较差时,经理更容易被替换。较高的独立董事比例代表了较强的监督强度。

作为董事会行为特征的董事会会议次数与董事会权力的关系一直以来都存在不同的观点。根据我们的样本发现,董事会会议次数中,私营企业的董事会会议平均次数高于国有控股企业,而且其绩效更好。据此我们认为,一定程度上私营企业董事在参与董事会事务时更加勤勉。因此,我们在衡量董事会权力时,认为董事会会议次数越多,董事会的权力越大。

3. 所有权。以所有权为中心的代理关系中,所有权是考量董事会权力的一个重要指标。这一方法的理论来源于委托代理理论。董事会的持股程度越高,其越能代表股东的利益,也越有能力对经理层施加影响。概括来说,体现董事会所有权权力的指标包含了董事会持股比例和股权集中度。

在管理权力理论下,认为董事被管理层所影响,移情于经理人,在薪酬谈判过程中不具有有效的动机,或者在监督过程中是无效的。**CEO**的激励设定不是最优化股东的价值,而是最大化**CEO**的利益,并尽可能地伪装以避免触动公众义愤。为了更好地考察管理权力理论是否具有现实解释意义,我们根据**Finkelstein**(**1992**)所搭建的经理自主权框架,对结构职位权、专家声望权、资源运作权进行综合分析。本文通过专家评分法分别构建了董事会权力以及经理权力的构成图(图**2**和图**3**),大部分专家认为股权激励对于经理自主权影响微弱。

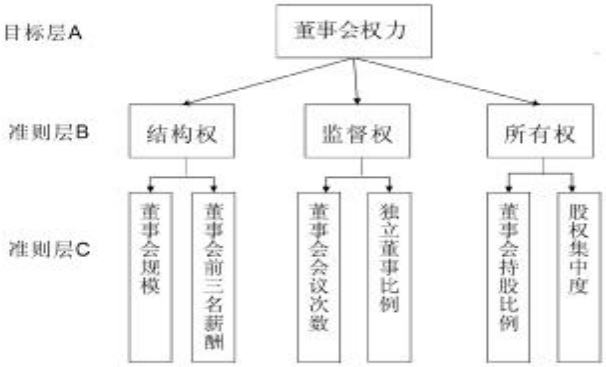

图 2　董事会权力构成

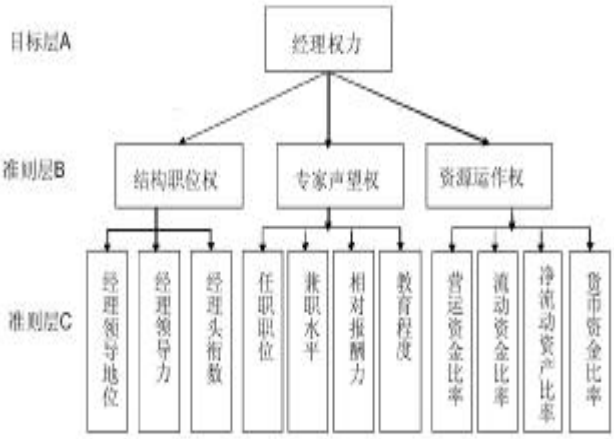

图 3　经理权力构成

我们根据层次分析法对董事会权力以及经理权力进行权重的综合测量。通过运算,在判断矩阵**A-B**中,由于**CR**都小于**0.10**,所以都满足一致性检验标准。

四、实证检验与结果讨论

我们首先从国泰安数据、锐思数据库中导出该公司的高管成员资料表,再在这些表中提取**1999~2011**年间任职的高管的政治背景、金融背景,均用人工收集,按照行业和地域、企业性质进行划分和分类。因为某些年份数据的缺失,我们根据不同的数据库进行补充,并将离职的高管进行分类,分为正常解聘和非正常解聘两类。本研究采用了最为常用的会计绩效来测量,分别采用净资产回报率(**ROE**)和资产回报率(**ROA**)指标。为了更好地研究两者的变化规律,以下以任期为横轴,比较两者的变化趋势。

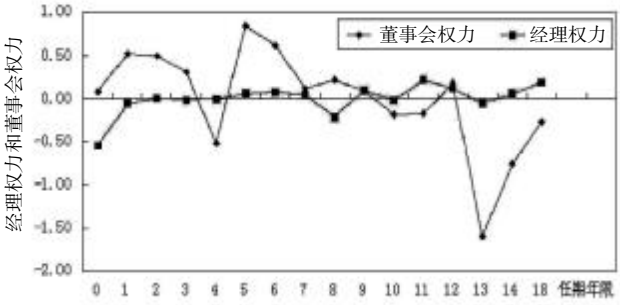

图 4　经理权力与董事会权力随任期变化趋势(全样本)

结合数据分析发现，样本中经理任期大部分不足三年，即不满一届，不满6年（两届）的经理达到样本的90%。图4中有两点值得关注：第一，董事会权力与经理权力变化趋势具有周期性的波动特点；第二，在经理任期三年内，经理权力处于上升趋势，而董事会权力处于下降趋势。

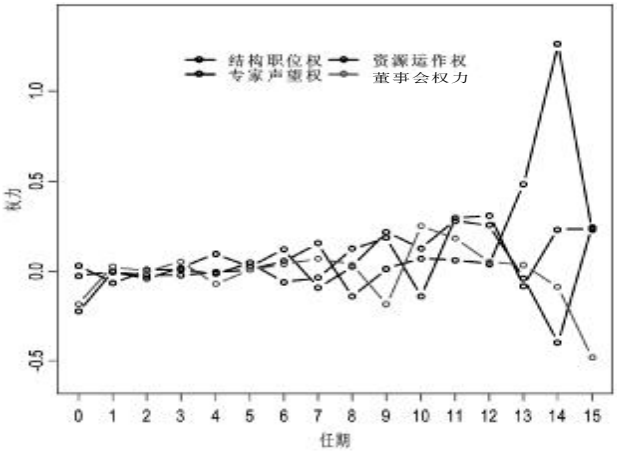

图5　经理权力和董事会权力与任期关系折线图（国企）

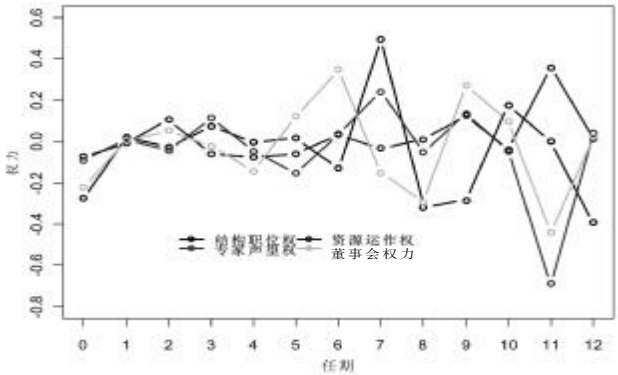

图6　经理权力和董事会权力与任期关系折线图（民企）

为观察不同性质的企业是否具有不同的变化规律，我们将所有样本进行了分组，图5与图6分别为国企与民企经理权力和董事会权力与任期关系的折线图。可以看到，经理权力与董事会权力之间的关系确实是动态的，并间接验证了权力循环理论。同时我们发现一个规律——随着CEO任职年限的增加，董事会权力与专家声望权的发展方向是相同的。说明了两者之间并不是简单的零和关系，还具有同向发展的趋势，也间接说明了董事会确实具有资源提供的功能。而随着任期的增加，特别是5年以后，董事会权力与经理权力更多的呈现为相反的趋势。特别是董事会权力与经理权力中的结构职位权和资源运作权的关系则接近零和关系，间接佐证了企业周期理论。

那么董事会是否会在公司绩效变差时采取行动？董事会一般通过薪酬契约以及聘用等措施对经理人实施控制。如前所述，国内外学者对管理层利用信息不对称优势，操纵董事会制定于己有利的薪酬激励计划进行了深入的研究，但是忽略了董事会与经理层“合谋”其实有条件约束，即需要公司绩效较好。如果公司绩效连续下滑，内部容易发生利益冲突，引发董事会采取减薪甚至“夺权”、换人的行为。本文尝试把权力循环理论纳入两者关系的研究。表1为CEO被减薪或者解聘的描述性统计。

表1　CEO减薪和解聘的年度分布

年份	国企				民企			
	正常	减薪	强制解聘	合计	正常	减薪	强制解聘	合计
1999	6	43	14	63	94	12	31	137
2000	24	22	23	69	116	9	27	152
2001	27	15	29	71	116	11	31	158
2002	108	43	37	188	103	21	37	161
2003	177	51	44	272	79	59	32	170
2004	188	73	43	304	117	50	36	203
2005	184	101	39	324	106	69	34	209
2006	49	23	54	126	123	52	32	207
2007	71	19	42	132	151	42	29	222
2008	38	43	38	119	150	48	28	226
2009	60	40	54	154	148	51	27	226
2010	76	27	43	146	149	53	25	227
2011	70	33	28	131	161	48	17	226
合计	1 078	533	488	2 099	1 613	525	386	2 524

注：强制解聘为CEO的非自愿强制性离职；减薪的定义是CEO连续任职两年以上，且第t年的薪酬低于第t-1年；其余情况则归为正常。

为进一步验证董事会在绩效变差的情况下是否倾向于采取一定的行动，我们将董事会的治理行为分为三类：第一类为不采取任何治理行为；第二类为采取减薪的治理行为；第三类为采取解聘的治理行为。表2为对此三类行为的描述性分析。以董事会决策为因子对ROA进行单因素方差分析。从表2可以发现两者显著相关，说明绩效可以直接影响董事会治理行为。在业绩较好的情况下，CEO继续留任或者晋升的状态较多，董事会趋向于不采取行动，而差的绩效更容易导致CEO的减薪和解聘，验证了假设2。

随后，本文根据公司绩效以及董事会权力进行了分组，考察董事会权力较大时是否更容易在业绩不好的情况下对经理人减薪或解聘。由表3的数据可以看出：当董事会权力较小时，CEO被减薪和解聘的比例在绩效好和差时分别为50.8%和53.3%，没有通过显著性检验（$t=0.477$，$p=0.634$）。所以在董事会的监督强度较低时，绩效的好坏与CEO被减薪和解聘相关性较弱；当董事会权力较大时，CEO被减薪和解聘的比例在绩效好和差时分别为41.1%和62.6%，通过了显著性检验（$t=4.154$，$p<0.01$）。董事会的监督强度较高时，绩效的好坏与CEO被减薪和解聘相关，并且当绩效差时CEO被减薪和解聘的可能性更高，验证了假设3。

表 2

		ROA	ROE	BOD	高管持股比例	相对报酬力	资产负债率	规模	超额薪酬	独立董事比例
no action	Mean	0.038 0	0.024 8	4.675 4	2.236 0	13.433 8	94.304 2	7.311 1	0.154 2	0.282 0
	Std	0.723 3	0.710 6	0.872 4	6.368 5	0.922 6	182.972 1	1.512 1	0.704 3	0.124 1
	5th Pct	-0.006 9	-0.019 3	4.621 3	1.840 8	13.376 6	82.949 9	7.217 3	0.110 4	0.274 3
	Median	0.031 5	0.065 1	4.536 1	1.000 0	13.425 8	43.987 7	7.481 6	0.182 3	0.330 0
	95th Pct	0.082 9	0.068 9	4.729 5	2.631 1	13.491 1	105.658 5	7.404 9	0.197 9	0.289 7
减薪	Mean	0.007 5	0.045 7	4.615 7	1.920 6	12.970 2	89.588 0	7.031 9	-0.181 0	0.270 0
	Std	0.264 8	0.137 6	0.910 4	4.248 1	0.880 9	169.361 8	1.494 5	0.694 9	0.138 5
	5th Pct	-0.017 3	0.032 8	4.530 5	1.523 1	12.887 8	73.737 6	6.892 0	-0.246 0	0.257 1
	Median	0.023 7	0.041 9	4.519 0	1.013 6	12.994 5	31.509 8	7.162 4	-0.126 9	0.330 0
	95th Pct	0.032 3	0.058 6	4.700 9	2.318 2	13.052 7	105.438 4	7.171 8	-0.115 9	0.283 0
强制解聘	Mean	-0.045 3	-0.035 2	4.811 0	2.648 5	12.981 2	71.796 5	6.846 4	-0.141 1	0.257 8
	Std	0.401 1	0.515 3	0.913 5	4.698 9	1.035 9	189.548 2	1.659 5	0.793 2	0.160 2
	5th Pct	-0.083 8	-0.084 7	4.723 2	2.196 7	12.881 6	53.572 6	6.686 9	-0.217 4	0.242 4
	Median	0.015 6	0.035 1	4.767 8	1.920 5	12.9450	2.908 2	7.180 4	-0.028 4	0.330 0
	95th Pct	-0.006 7	0.014 4	4.898 9	3.100 3	13.080 8	90.020 4	7.006 0	-0.064 8	0.273 2

表 3

	绩效好				绩效差				t	p
董事会权力	no action	减薪	解聘	减薪/解聘	no action	减薪	解聘	减薪/解聘		
大	58.9%	18.9%	22.2%	41.1%	37.4%	29.1%	33.5%	62.6%	4.154	0.000
小	49.2%	31.7%	19.1%	50.8%	46.7%	26.1%	27.1%	53.3%	0.477	0.634

表 4　　配对样本T检验结果

配对样本	国企		民营企业	
	均值差	sig.(单侧)	均值差	sig.(单侧)
ROA(T-1)*ROA(T+1)	-0.012 2	0.102 7	-0.005 9	0.405 4
ROE(T-1)*ROE(T+1)	-0.004 0	0.312 1	-0.005 2	0.085 9
ROA(T-1)*ROA(T+2)	-0.038 0	0.012 2	-0.029 8	0.059 3
ROE(T-1)*ROE(T+2)	0.005 1	0.143 3	0.009 3	0.152 8

通过配对样本T检验,检验T+1期的绩效是否显著高于T-1期。表4结果显示,国企中,减薪和解聘后的前后一年业绩并没有显著提高;但是在民企中,T+1期的ROE显著高于T-1期(P<0.1),业绩显著提高。而在国企和民企中,T+2期的绩效ROA都显著高于T-1期的绩效,因此,董事会在公司业绩出现下滑的时候,通过对CEO采取减薪和解聘措施,可以达到提高公司绩效的效果,但这种效果可能并不能立刻显现。

五、结论

CEO上任初期还需要通过工作证明自己的能力,董事会对他们的能力也属于考察的状态,因此,他们往往受到董事会和股东们的严密监督(Alderfer,1986;Vancil,1987)。这个时候的经理权力相比于董事会权力来说,处于较低的地位,导致新上任的总经理很容易遭到解聘。当竞争和财务方面压力很大时,新任CEO权力不稳的特点变得更加明显,CEO上任后的最初五年里面临较高的风险。因此,这时董事会的治理内容应更侧重资源提供功能,扶持经理人的领导权力。

随着时间的推移,经理积累完自己的工作知识和专业技能,其领导地位将会得到不断的巩固,经过考察期以后的经理层已经取得董事会和利益相关者的信任,获得了董事会的认可,那么此时的CEO将会获得比较多的正式权力和奖惩权力,可以对与其意见不合或者觉得有威胁的高管进行解雇,培养自己的高管团队,他们采取机会主义行为的可能性将大大增加,这也就出现了我们常见的盈余操作、在职消费、固守职位等现实表现。因此这个时候董事会的治理应侧重于监督职能,控制管理者的机会主义行为。

主要参考文献

Wiersema, M. F., Zhang, Y.. CEO Dismissal: The role of investment analysts[J]. Strategic Management Journal,2011(32).

方军雄.我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J].经济研究,2009(3).

Jensen Michael. C. Meckling William. H. Theory of Firm: Managerial Behavior. Agency Cost and Ownership Structer[J]. The Journal of Financial Economics,1976(4).

Bebchuk L. A., J. M. Fried. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. Journal of Economic Perpectives,2003(17).

Goergen M., L. Renneboog. Managerial Compensation[J]. Journal of Corporate Finance,2011(17).

Core J. E., R. W. Holthausen, D. F. Larcker. Performance Consequences of Mandatory In Executive Stock Ownership[J]. Journal of Financial Economics,2002(64).

【基金项目】广东省教育科学研究项目"中外合作办学高校的联盟治理与绩效研究"(项目编号:2012jk133);广东省育苗工程项目"民办教育政策评议及综合改革前沿问题研究"(项目编号:2013WYM_0018);广东外语外贸大学高等教育研究项目"中外合作办学高校的治理结构问题研究"