

转轨经济下国有企业的 代理与管理报酬契约

吴东辉 胡冰冰

一、转轨经济中日益激化的代理问题

建国之后,中国实行的是公有制经济,在公有制经济中同样存在着委托—代理关系。张维迎(1994)认为,可以用两大等级体系来描述传统公有制经济中的委托—代理关系。第一个等级体系是作为所有者的全体人民通过等级结构式的代表制选举出一个“中央委员会”,委托这一委员会对在法律上属于全体人民所有的财产进行管理,这就形成了一个“由下至上”的委托—代理关系;第二个等级体系是中央委员会通过逐层的授权,直至最终委托企业的经营成员经营各种属于全体人民的财产,这形成了一个“由上而下”的委托—代理关系。因此,传统公有制经济下的国有企业可以表述为由全体人民委托国家,国家再委托企业的经营成员对属于全体人民的各类资产进行经营管理这样一种模式。

在传统的公有制经济中,政府以“全国经济一盘棋”的方式来指导国家经济的运行,在这种思想指导下,全国的经济实际上演化为一个庞大无比的企业,各国有企业则成为这个大企业下的部门、车间。政府主管经济的部门掌握着企业的资产使用权,企业的供、产、销乃至人、财、物都必须服从全国经济的需要。在这种经济模式之下,企业的经营成员实

际上未获得任何的经营自主权,其侵犯所有者权益的功能也因此被大大弱化了。这样,因两权分离所导致的代理问题在传统的公有制经济中并未得到激化。

尽管避免了代理问题的出现,但随着时间的推移,传统的公有制经济出现了愈来愈多的弊端。宏观地看,在计划经济下,为了达到经济的有效运行,主管经济的政府部门必须了解消费者的偏好、各个企业的生产技术条件,才能制定出恰当的计划下达给企业,这就对政府部门的“经济运算”能力提出了很高的要求:政府必须具备快速地解出无数多个供给与需求联立方程组的能力。但是实践表明,这是无法做到的。当政府部门解出这些方程组并下达计划后,消费者的偏好与企业的生产技术条件实际上已发生了变化了。这种导致计划的滞后性的根本原因在于:经济社会缺乏价格体系这样可以高效率地传递信息的机制(Hayek, 1945)。微观地看,在计划经济下,企业负有按中央计划来生产产品或提供劳务的责任,这样,企业无法按边际成本等于边际收益的方式来组织生产。为了使企业能够生存下来,政府部门必须从盈利企业上缴的利润中拿出一部分作为对亏损企业的补贴,从而导致了国有企业中的软预

算约束,即企业经营成员的收入与企业的实际经营状况相脱节,这样,经营成员在利用其信息优势与管理优势来改善企业的经营方面毫无积极性。计划经济体制的这些弊端最终使得全国经济长期停滞不前。

到了1978年,传统的公有制经济迈入了改革的时代。改革是针对计划经济的上述不足进行的。一方面,改变了资源的配置形式,由计划经济转轨为市场经济;另一方面,在经济转轨过程中,要求企业能自主经营,自负盈亏,并成为市场的主体。为了做到这一点,国有企业的治理机制开始变化。最显著的是,政府不再完全掌握企业的资产使用控制权,而是将这些权利赋予企业的经营成员,这就是改革中的“放权”过程。如1985年国家体改委在《关于增强大中型国有企业活力若干问题的暂行规定》中明确了国有企业在确保完成国家计划的前提下,可以根据市场需要进行多种经营;1992年颁布的《全民所有制工业企业转换经营机制条例》在法律上明确授予国有企业中的主体——全民所有制企业的经营者有包括生产经营决策权在内的14项经营自主权;《公司法》亦给予改制之后的有限责任公司及股份有限公司的经理相应的经营自主权。因而,随着这些法律法规的颁布及落实,国有企业的经营成员开始取得了对企业资产的控制权。但这也为经理损害委托人,即国家的利益提供了机会。尤其是在经济转轨过程中,由于控制代理问题的一系列机制尚未得到发育与完善,使这一问题日趋严重起来。典型的表现是企业经营成员以在职消费、工资侵蚀利润等方式侵犯国家的利益。然而,更糟糕的是,企业的经营管理者漠不关心效益如何进行盲目的投资决策,造成了国有资产的巨大损失与流失。可以说,迄今为止,改革实际上是一个在减少计划经济弊端的同时,又导致了代理问题日益严重的过程(费方域,1996)。因此,如何控制转轨经济中日益激化的代理问题已成为改革者们关注的焦点。

由于现有国有企业的体制是在长达数十年的计划经济时代中逐渐形成的,同在改革过程中逐渐成

长起来的其他类型企业相比,国有企业在转轨的经济中显得“百病缠身”,这决定了国有企业中的代理问题不是依靠一招一式即可全面解决。这里我们将侧重于如何更有效地在管理报酬契约中利用财务会计信息来控制代理问题。显然,这只是诊治国企病的诸种药方中的一剂,绝非包治百病的万能药。

二、国有企业中的报酬契约:从承包制到年薪制

根据企业理论中“剩余控制权”与“剩余索取权”相对应的一般逻辑,^[1]在改革过程中,政府在对企业“放权”使得企业的经营成员获得剩余控制权的同时也应当强调“让利”,即赋予企业经营人员剩余索取权。事实上,在改革之中我们也看到了这一点,然而,“让利”并不是特别的成功。尤其是,1987~1992年间在国有企业中推广的“承包经营责任制”(以下简称承包制)显然是一种将剩余索取权正式授予企业经营者的报酬契约,但这种报酬契约在实践之中却未能起到控制代理人行为的作用,受到了理论与改革实践者们严厉的批评。这里需要指出的是,这一报酬契约形式有着内生的缺陷,其失败并不能说明将剩余索取权赋予经理就是行不通的。

在一个典型的承包合同中,经企业与政府谈判,确定一个上缴利润额 β 和企业实际实现利润 π 之后,扣除这些应上缴利润额的余额乘以承包合同中约定的留利率 α ,即 $(\pi - \beta)\alpha$ 成为企业的留成利润。留成利润的用途主要是支付职工的奖金或福利支出。^[2]此外,承包制一般采取了按承包指标的完成情况对经理进行重奖的办法。因此,在承包制下,包括经理在内的企业职工在很大程度上成为企业的剩余索取者。

根据委托—代理理论中关于管理报酬契约理论模型的证明,^[3]承包制作为一种合适的报酬形式必须满足以下两个条件:(1)企业的经营成员与政府之间处于信息不对称状态,政府无法直接观察到企业经营成员的行动;(2)企业经营成员与政府均是风险中性的。就条件(1)而言,承包制显然符合这一要求,然而,承包制却无法同时满足条件(2)。在承包制下,比起政府从某一特定企业受到上缴利润数量的波

动, 企业的经营成员对利润的波动会更为敏感, 这是因为政府面对的是数量众多的企业, 这些不同企业上缴利润的波动可以在很大程度上形成此消彼长的效应, 因此, 众多的企业实际上形成了政府可有效分散风险的投资组合。但任何一个特定的企业都不可能有着这样的投资组合, 因为每个企业只能依靠自己的利润, 这样, 同政府相比, 企业的经营成员实际上必然会厌恶风险, 而不是承包合同所要求的风险中性。为了消除经营成员对风险的厌恶态度, 达到吸引经营成员缔结承包合同的目的, 实践之中的承包制采取了一种以事后谈判的方式来解决这一风险问题, 即政府可以同企业的经营者制定这样的承包合同, 如果企业由于宏观经济形势不好这类非经营者过错的原因造成了企业事后实现的利润水平较低, 那么政府就应当以降低原合同中约定的企业上缴利润的方式来避免企业经营者承担过高的风险。这种事后谈判的方式可以在法律条文中找到依据, 1988年制定的有关企业承包的法规之中明确规定:“在外部条件的变化严重影响合同实现的情况下, 可以依照《承包条例》, 经过双方协商讨论, 调整利润承包目标”(经济体制改革委员会, 1991)。理论上, 实行承包制的目的之一是硬化国有企业的软预算约束, 然而这种事后谈判式的承包合同依旧导致了预算约束的软化, 当企业的经营成员一旦知晓有可能以“宏观经济形势不好”这类理由来推卸未完成上缴利润的责任之后, 他也就不会有太大的动力来努力改善企业的经营状况了。因此, 承包制因风险分担问题而削弱了应有的激励效果, 从而不再成为一种最优契约形式。

作为一种事先约定上缴利润额的契约形式, 承包制必然要求经营环境是稳定不变的, 否则, 承包合同中的各种变量都将失去其实际意义。然而事实上企业的经营环境总是不断地变化, 对于处在经济转轨时期的国有企业尤为如此。因此, 实践中的承包制合同普遍采取了几年一订的方式, 也就是说, 承包合同实际上是一种短期的报酬契约, 这一特性导致了企业经营的短期化现象。经营短期化既表现为企

业的大量利润产生于粗放追加生产要素投入以获得产出总量的增长(杜海燕, 1995), 也表现为企业的经营成员对帐面利润的操纵与粉饰, 在利润未得到实际提高的情况下, 虚计利润可以使得经营成员获得更多的留存利润。从理论上讲, 承包合同几年一订的形式也有可能诱使企业的经营者低估利润。这是因为承包合同往往是采取递增承包基数的方式来确定下一轮承包合同中的上缴利润, 如果当期的利润被高估了, 则经营成员在下一轮承包中将被迫上缴较高的利润, 从而使得企业未来的留存利润减少, 这就形成了一种对“鞭打快牛”的现象的消极反应。^[4]然而, 根据郭晋刚(1995)的分析, 在国有企业开始大规模实行承包制的1987年与1989年, “鞭打快牛”的现象出现了大大减弱的势头, 因此, 企业的经营成员最终实际上还是选择了高估利润的短期行为, 而不是以立足于长远的眼光来签订承包合同。对此现象, 一个可能的解释是, 经营成员认为未来的不确定性太大了, 在未来情况无法确定的情况下, 当期的效用显然比未来的效用要更有价值, 因为“二鸟在林, 不如一鸟在手”。实际情况也表明, 经营成员对未来的担忧不是没有道理的, 在实行承包制的企业之中, 经理的平均任期仅为3.34年(杜海燕, 1995)。这样, 经营的短期化显然是经理个人的理性选择。

综上所述, 承包制下因风险分担问题而引起的事后谈判导致了企业的经营成员经常处于一种“负盈不负亏”的有利地位; 短期契约的特征则决定了企业经营短期化倾向, 从而形成工资福利侵蚀利润、企业收入向个人倾斜的现象, 使得作为企业所有者代表的国家在资本红利的分配上处于不利的地位。这些可以在统计数据中找到佐证: 1987年全国实行承包制的国有工业企业实现利润增长19.8%, 而上缴利润及所得税、调节税仅增长了1.4%; 1988年承包企业实现利润增长18.1%, 上缴利润却下降了13.46%(杜海燕, 1995)。这些数据集中说明了承包制作为一种管理报酬契约形式并未起到控制国有企业中代理问题的作用, 因而到了1992年, 承包制实际上已基本不再实行了。

目前,在国有企业中开始对企业的主要经营成员试行年薪制这样的报酬制度。从笔者了解到的一些国有企业年薪制的试行办法来看,在年薪制下,企业的主要经营者,包括董事长、厂长与总经理的收入由基本工资与效益工资构成,其中效益工资主要与企业的净资产增值挂钩,在有关考核指标朝着有利于国有资产保值、增值的方向变动时,经营者的效益工资相应上升;基本工资虽然基本固定不变,但在净资产发生减值时,也应予以扣减。因而,在年薪制下,经营者的收入在一定程度上取决于企业实际经营状况的好坏,经营者成为企业的剩余索取者。这种报酬契约形式同西方公司制的经理报酬契约是相类似的,而不同于原先在国有企业中实行的承包制。

目前,我国在年薪制的试行过程中以省或市的国有资产管理单位为制定的主体,制定出的年薪制适用于这些管理单位所管理的所有国有企业。然而,在不同的企业之中,行业性质的差异导致了作为代理人的经理所管理的资产、其所面临的投资机会以及风险集合可能是不同的,从而导致了股东与经理之间的代理问题有着依行业不同而异的特点,因此,作为解决代理问题手段之一的管理报酬契约在不同行业之中也呈迥异的特点(Kole, 1997)。从这个意义上看,目前国有企业中这种制定年薪的办法也许是不恰当的。同时,从年薪制的样本合同中可以看出,影响年薪高低的主要指标均为财务会计指标,如企业当年净资产增值额、应收帐款周转率、产品销售率、新产品销售占产品总销售比率等。但目前对这些财务会计信息的利用均只是停留于一种简单的水平上,如简单地约定效益工资等于当年净资产增值额的某一百分比等。这种对会计信息的简单利用可能造成经理在经营上的短期化倾向。下面一个简单的例子即可以很好地说明这个问题:

一位经理考虑在3年之内离开其工作的企业,假设经理仅关心其现金报酬,这一报酬由固定的工资加上企业利润的1%构成。经理目前可投资\$100,000于职员培训计划中,预计职员经过培训后,企业在未来四年内每年生产成本可节约

\$40,000。以10%作为企业与经理的折现率,则如下表所示,对企业而言培训计划的净现值为\$26,794,因此,经理应对职员进行培训。但对经理而言,他对进行这样的培训计划毫无兴趣。这是因为在三年之后,因成本的节约而导致其报酬的增加额为 $-\$527 \times 1\% = -\5.27 。因此,如果经理是理性的话,他将不会进行此类“吃力不讨好”的培训计划,但这与股东的利益是相悖的:股东因经理的这一决策损失了\$26,794。可见,简单地将会计信息写入管理报酬契约中使得经理拒绝了一项回收期虽然较长但NPV却为正值的投资项目,损害了股东的利益。这样的报酬契约并没有真正起到控制代理问题的作用。

年份	支出	成本节约额	现值因子	成本节约额的现值	累计现值
0	-\$100,000	—	—	—	-\$100,000
1	0	\$40,000	.9091	\$36,363	-63,637
2	0	40,000	.8264	33,058	-30,579
3	0	40,000	.7513	30,053	-527
4	0	40,000	.6830	27,321	26,794

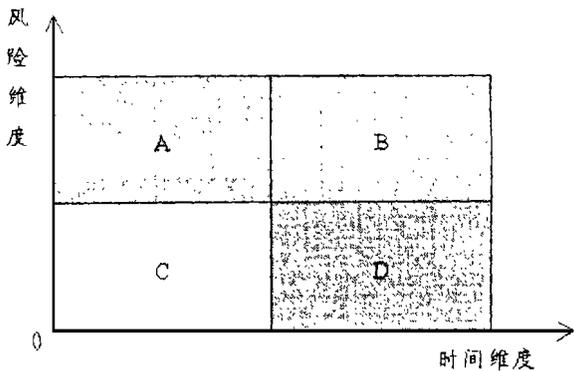
资料来源: Zimmerman, J.L., 1995, Accounting for Decision Making and Control (Richard D. IRWIN Inc.), pp. 148.

因而,目前国有企业中的年薪制对代理问题的控制作用是相当有限的,其设计仍需改进。下面首先说明行业的不同将如何影响到报酬契约的设计,然后根据国有企业中的特殊情况对国有企业报酬契约的设计作进一步阐释。年薪制这样的报酬契约设计中应注意的一些特殊问题,尤其是,在报酬契约的设计中应如何更好地利用财务会计信息。

三、管理报酬契约的设计

订立管理报酬契约的目的在于赋予经理一定的剩余索取权,从而在一定程度上调和经理与股东之间的利益冲突,以控制代理问题。从西方成熟公司制下制定管理报酬契约的经验来看,实际的管理报酬契约往往由多种具体的报酬形式构成。为了便于分析问题,我们可将这些具体的报酬形式作如下分

离。^[5]首先,根据经理的报酬是否依其业绩而定,我们可以将这些报酬形式分为两大类:(1)固定工资,这一报酬形式是事先于契约之中约定的,并不依赖于经理实际的业绩表现如何;(2)年度分红、股票认购权、股票升值权、限制性股利计划、名义股票计划、业绩单位(performance units)以及业绩股票等这些依经理的实际业绩表现如何而定的报酬形式,经理的业绩越好,则这些报酬形式对经理的价值也就越高。其次,对于第(2)类的报酬形式,根据计量业绩期限长短的不同,我们还可以将其进一步细分为两类:(i)股票认购权、股票升值权、限制性股利计划、名义股票计划、业绩单位以及业绩股票等,这些报酬形式在业绩计量上的期限较长,经理未来的业绩表现越好,则这些报酬形式对经理的价值就越高;(ii)年度分红,这一报酬的计量期实际上仅为一年,短期内经理的业绩越好,则经理得到的分红就越多。那么,在设计契约时,如何将这几类不同的契约形式结合起来呢?可以考虑下面这张图:



图中的纵坐标是“风险维度”,横坐标是“时间维度”。前者是第(1)类报酬形式与第(2)类报酬形式的比重,这样,这一维度计量的是经理的报酬在多大程度上处于风险之中,其取值越大,则经理收入中固定工资在其总收入中的比例越小,经理的效用将主要取决于其业绩表现如何;后者是第(i)类报酬形式与第(ii)类报酬形式的比重,表示的是经理的报酬在多大程度上依赖于其长期的业绩表现,其取值越大,则经理最终收入的高低将在更大程度上取决于其长

期的业绩表现。

这样,根据这张图,我们可以依据不同的情况设计出具有不同目的的报酬契约。假设有这样一家企业,其所处的行业利润率较高,并有着较多的行业进入壁垒,且企业已占据了较大的市场份额。在这样的企业中,对产品或劳务的更新已难以起到提高企业盈利能力的作用,因而对经理的激励导向是要求经理在决策上应更为稳健以及关注其行动的短期影响。也就是说,经理不应花费太多的时间与精力来追求革新,维持与现有客户的关系才是最重要的。那么,设计报酬契约时,在时间维度上,经理的报酬应更多的取决于短期的业绩表现,而不是长期的业绩表现,以促使经理更多的关注其行动的短期影响;在风险维度上,应避免经理在报酬上承担过高的风险,即经理的收入应更多地表现为工资这样的固定收入,这可以激励经理作出更为稳健的决策。因而,时间维度与风险维度的结合决定了这样的企业应使报酬契约的形式处于区域C之中。相反,如果一家企业处于高新技术行业,行业特点决定了企业的价值主要取决于企业能否在技术上取得领先于同行的地位以及能否在回报较高的项目中取得成功,这就要求经理一方面能将较多的近期利润投入研究与开发活动中去,另一方面,经理应以较为激进的投资策略进行投资活动。此时,恰当的报酬契约将落入区域B之中,这是因为在较大比重的收入取决于长期业绩表现时,经理将有更多的动力来进行研究与开发活动,而不致因短期业绩的下降而失去提高长期业绩表现的兴趣。^[6]同时,更多的视实际业绩而定的报酬形式也激励了经理去进行高回报的投资,因为只有这样做他才有机会去赢得更高的报酬。区域C与区域B的报酬契约可以说是针对两种较特殊情况而设计出的报酬契约,但在面临其他情况时,同样可以依据这些原则进行报酬契约的设计,以激励经理采取符合股东利益的行动。

可以看出,当报酬契约所要求的风险维度与时间维度逐渐增加时,利用股票价格信息的报酬形式,如股票认购权、股票升值权等在管理报酬契约中将

得到更多的运用,而以会计信息为基础的报酬形式,如年度分红等就较难派上用场。这就给国有企业的经理报酬契约设计造成了难题。这是因为,大多数的国有企业并非上市公司,并没有现成的股票价格信息可供利用。即使对于已上市的国有企业而言,由于我国的股票市场实质上仍是一种小型资本市场,易受噪音交易(noisy trading)的影响,股票定价往往处于非理性状态,^[7]非理性的股票价格信息无助于正确地衡量经理业绩并应用于报酬契约之中。进一步地,由于金融市场的不健全,期权市场目前在中国依然处于空白,这也决定了股票认购权这类报酬形式无法运用于国有企业的经理报酬契约之中。因此,在考虑如何设计国有企业经理的报酬契约时,会计信息实际上是可供利用的主要信息。前面已经指出,管理报酬契约中对会计信息的简单运用容易导致企业经营中的短期化现象。因而,下面着重探讨了为了避免这一现象,尤其是当我们希望报酬契约激励的风险维度与时间维度较大时,契约设计中可利用的一些技术方法。

防止出现经营短期化现象的一种方法是报酬的递延支付(deferred payment)。如同前面的例子所指出的,当经理考虑离开企业另谋职务或因年纪问题准备退休时,他们将会拒绝NPV为正但回收期较长的投资项目,而投资于在其离开企业后方产生费用的项目。为了避免这一现象,可以在报酬契约中规定以递延的方式支付经理的报酬,即经理的报酬由当期的会计数字计算确定,但实际支付期则在计算期之后的若干年内一次或分期支付。同时在报酬契约中约定,若董事会发现经理因失职而有损企业的利益,则可以拒付尚未支付的部分。这种带有拒付可能的递延支付方式可以起到避免经理采取损害股东利益的行动,并激励经理更有效地经营企业。

解决经营短期化现象的另一种方法是采取长期报酬方案,如前文所述的“业绩单位”。一般而言,业绩单位采取了这样的运作方式:

1. 决定对经理的奖励期限,如5年,并在奖励期的期初设定一个业绩目标,如公司的净资产增值率

与本地区同行业的其他企业平均净资产增值率的比值,即企业的相对净资产增值率;

2. 在奖励期的期初分配一定数量的业绩单位给经理;

3. 每一个业绩单位与一定数量的奖励金额相对应,如以奖励期期末的每股净资产帐面值为奖励金额;

4. 经理所赚取的业绩单位多少取决于奖励期内经理在多大程度上完成了约定的业绩目标。如规定相对净资产增值率达到80%时,则经理赚取业绩单位的比例为100%,若介于50%~80%之间,则经理按实际的增值率赚取业绩单位,若低于50%,则经理赚取业绩单位的比例为0%;

5. 奖励期期末向经理支付的报酬金额为:所分配的业绩单位×业绩目标完成的百分比×与业绩单位相对应的奖励金额。

可见,业绩单位也是一种以会计信息为主的报酬形式,但与分红计划这类短期报酬方案的不同之处在于:(1)业绩单位的业绩期较长,如3到6年,这样会计信息的涵盖期限要长于以年度会计业绩为基础的分红计划;(2)与业绩单位相联系的报酬需递延至未来支付,而且经理若于支付期内离开企业,则报酬自动取消;(3)业绩目标由奖励期内以会计数字衡量的增长率加以表述;(4)报酬的下限是未达到业绩目标时的零值,而上限则取决于业绩超过目标的幅度,这在理论上是没有上限的,因而这一报酬方案同股票认购权、股票升值权等一样有着“期权”的特性。

长期报酬方案的第一个作用是可以改变经理的决策。当经理的报酬仅包括工资与年度分红时,经理的投资决策将受投资项目短期效果的影响。如果在报酬契约中增加了业绩单位的报酬方案,这使得经理决策的考虑期延长至3到6年,在投资项目收益与现金流量不变的情况下,经理将会增加投资水平。造成这一变化的原因在于:决策的考虑期因长期契约的影响而延长之后,经理将会重视在投资后期具有正的收益与现金流量的项目,因而投资回收期较长的项目对经理而言具有更大的吸引力。

长期报酬方案的第二个作用在于可降低会计信息对经理业绩计量上的噪音。将业绩期延长之后, 经理的报酬契约实际上由短期会计业绩计量与长期会计业绩计量构成, 两种计量对评估经理努力均不具有充分统计量, 但将二者相结合可以使得股东更准确地确定经理的努力程度(Holmström, 1979)。此外, 我们知道, 经理通过对应计数的控制足以影响短期的会计数字。然而, 这种操纵却难以形成长期影响: 前期收益的高估往往意味着后期收益的低估。因而, 将业绩期延长之后, 经理操纵会计信息系统以取得有利于自己的行为动机将大大降低: 不同的会计技术仅影响给定投资项目利润的时间分布, 业绩期内利润的总和却是固定不变的。

最后, 长期报酬方案有着“期权”的特性。根据布莱克—斯科尔斯(Black and Scholes, 1973)的期权定价模型, 期权这一衍生工具的价值随着其标的物价值之方差的增加而增加, 如股票价值的波动幅度越大, 则股票期权的价值就越高。^[8]类似的, 长期报酬的期望值也是随着业绩的方差增加而增加。根据投资学的一般原理, 投资项目的回报率与该项目的风险大小呈正比关系, 即高回报的项目总是伴随着较大的风险。通常我们以投资项目回报分布的方差来衡量该项目的风险程度, 故业绩单位可以降低风险规避的经理拒绝风险较大(即方差较大)投资项目的倾向。直观地理解, 若经理的报酬以工资这类固定报酬为主要形式, 那么经理在投资方案上将会选择回报方差较小的项目, 因为如果采取了回报方差较大的投资项目之后, 一旦投资失败, 那么企业的现金流量有可能减少至使经理无法获得固定工资的程度, 而一旦投资项目成功, 经理的收入也不可能因此而得到相应的提高。两相比较, 经理最终将偏好于选取投资回报方差较小的项目。然而这同股东的利益是相悖的, 风险中性的股东希望经理采取的是那些与股东风险偏好水平相对应的投资项目, 进而通过企业价值的提高而获取较高的回报。采取了长期报酬方案之后, 经理将更有兴趣投资于回报方差较大的项目之中, 这是因为一旦这些项目失败, 导致企

业的实际业绩低于长期报酬方案中所约定的业绩目标, 那么经理所损失的仅是失去可能的奖励机会, 他并不因此而受到额外的惩罚; 但一旦实际的业绩达到或超过了业绩目标, 那么经理可取得奖励, 而且奖励的期望值是随着所采取投资方案的回报方差的增大而增大。故这样的长期报酬方案调和了风险规避的经理与风险中性的股东在投资项目上有着不同偏好的矛盾。但是这种报酬方案在设计时应当注意在契约初始约定业绩目标时不可定得过低, 因为一旦业绩目标设定得过低, 那么对于经理而言, 无须采取回报较高的项目即可完成业绩目标, 这样的契约实际上鼓励了经理仍旧采取风险厌恶的态度来进行投资, 因为低风险的项目保证了经理仍可获得现有业绩与约定业绩目标之间的差额所形成的奖励。因而过低的业绩目标设定实际上诱使经理的行动回到厌恶风险的老路上去了。

因此, 当无法在管理报酬契约中运用股票价格信息时, 递延支付与业绩单位这样的契约设计技术可以充分地利用会计信息, 起到延长报酬契约中风险维度与时间维度的作用。对于无法在契约设计中利用股票价格信息的国有企业而言, 这种技术值得我们在契约设计时多加运用。

注释:

[1] 这方面的一般性论述可参见张维迎(1996a)

[2] 平均地看, 1989年实行了承包制的国有企业, 留成利润中约24%用于发放奖金, 32%用于住房与医疗补贴等福利支出, 剩下的44%才是用于生产性投资。因而一半以上的留成利润直接返回至企业职工的手中(资料来源: 麦克米伦等, 1995)。

[3] 有关的证明过程可参见霍姆斯特姆与米尔格罗姆(Holmström and Milgrom, 1987), 张维迎(1996b, 第5章)。

[4] 又称为“棘轮效应”, 指委托人因代理人业绩的提高而提高对代理人的考核标准, 结果代理人实际上因业绩的提高反而受到惩罚。

[5] 因篇幅所限, 我们无法对每一种报酬形式作具体的定义与描述。这方面的归纳性论述可参见拉克尔(Larcker, 1983), 史密斯与瓦茨(Smith and Watts, 1982)。

[6] 我们知道, 研究与开发费用在大多数情况下是进行费用化的会计处理, 这样研究与开发活动进行得越多, 分红计划下依会计利润而定的奖金就越低, 则经理所能得到的短期报酬形式就越少。

[7] 噪音交易是指投资者以非理性的方式进行证券的买卖。帕罗米农(Palomino, 1996) 证明, 在小型资本市场中, 由于无法达到市场的完全竞争, 一些投资主体在交易中可以构成类似库诺特寡占(the Cournot oligopoly), 博弈的均衡是非理性投资者获取较理性投资者更高的回报, 这进而导致了非理性的投资策略会受到其他投资者的仿效。故尽管在完全竞争的大型资本市场中, 噪音交易者终将为市场所淘汰而无法形成长期的影响, 但在小型资本市场中, 噪音交易者却可以对市场形成长期的影响, 这也就使得小型资本市场中的股票定价往往呈非理性状态。来自中国证券市场的许多经验数据亦支持中国的股票市场尚未达到半强式有效的结论。

[8] 这是因为, 期权的持有者有权决定在期权到期之时是否行使其期权。对于看涨期权的持有者来说, 若股票价值波动幅度较大, 则股票价格升高于期权行使价格并使其获利的概率就越大, 而当股票价格下跌时, 期权持有者可以选择不行使其期权, 则其最大损失仅是期权费; 对看跌期权的持有者而言, 其中的道理也相类似。所以股票价值波动幅度的增加会增加股票期权的价值。

主要参考文献与资料

1. Black, F. and M. Scholes, 1973, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy* 81.
 2. Hayek, F. A. Von, 1945, "The Use of Knowledge in Society", *American Economic Review* 35. 中译本“知识在社会中的利用”, 载于哈耶克专著《个人主义与经济秩序》, 北京经济学院出版社 1991 年版。
 3. Holmström, B. and P. Milgrom, 1987, "Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives", *Econometrica* 55.
- 1979, "Moral Hazards and Observability", *Journal of*

Economics 10.

4. Kole, S. R., 1997, "The Complexity of Compensation Contracts", *Journal of Financial Economics* 43.
5. Larcker, D. F., 1983, "The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting & Economics* 9.
6. Palomino, F., 1996, "Noise Trading in Small Markets", *The Journal of Finance*(Spring).
7. Smith C. Jr. and R. L. Watts, 1982, "Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans".
8. *Australian Journal of Management* 8.
9. Zimmerman, J. L., 1995, *Accounting for Decision Making and Control*, Richard D. IRWIN Inc.
10. 张维迎, 1994, "公有制经济中的委托人—代理人关系: 理论分析和政策含义," 《经济研究》第 4 期。
——1996a, "所有制、治理结构及委托—代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点," 《经济研究》第 9 期。
——1996b, 《博弈论与信息经济学》, 上海三联书店、上海人民出版社。
11. 杜海燕, 1995, "承包制对企业制度变革的影响和制约," 载于董辅、唐宗与杜海燕主编的《中国国有企业制度变革研究》, 人民出版社。
12. 麦克米伦, 诺顿与林岗, 1995, "国有企业与政府的承包合同的性质与特征," 载于董辅、唐宗与杜海燕主编的《中国国有企业制度变革研究》, 人民出版社。
13. 经济体制改革委员会, 1991, 《中国经济体制改革年鉴》。
14. 费方域, 1996, "控制内部人控制——国企改革中的治理机制研究," 《经济研究》第 6 期。
15. 郭晋刚, 1995, "激励机制的变革及效果," 载于董辅、唐宗与杜海燕主编的《中国国有企业制度变革研究》, 人民出版社。

(作者单位: 厦门大学会计系)