

经理人超额薪酬和公司治理*

——一个文献综述

郑志刚

[摘 要] 经理人超额薪酬指的是指经理人利用手中的权力和影响寻租而获得的超过公平谈判所得的收入。经理人超额薪酬不仅可能导致公司治理的失败、社会贫富差距的扩大等一系列不良的社会经济后果,同时也构成了对公司治理主流理论的挑战,迫使公司治理理论界开始重新反思一些业已成熟的结论的正确性和常用工具的新的政策含义。本文围绕经理人超额薪酬的危害、对传统公司治理理论的挑战以及研究现状等进行文献综述,在此基础上探讨其对研究我国经理人超额薪酬问题的启发。

关键词: 经理人 超额薪酬 公司治理

JEL 分类号: G18 G30 G32

一、引言

所谓经理人超额薪酬(excessive executive compensations),是指经理人利用手中的权力和影响寻租而获得的超过公平谈判所得的收入。经理人超额薪酬表现在,薪酬与业绩的不对应(例如,公司业绩上升时,经理人薪酬上升的速度更快,公司业绩下降时,经理人的收入却没有相应下降;参见 Bebchuk and Fried, 2003, 2004)、获得报酬不是由于经理人的努力,而是他的运气(Bertrand and Mullainathan, 2001; Bebchuk et al, 2009 等)以及与普通雇员收入的增长不成比例(例如,美国经理人薪酬与普通雇员收入的差距由 1982 年的 42 倍扩大到 2003 年的 301 倍,参见 Anderson et al, 2003 等)。人们对经理人超额薪酬现象的关注始于 20 世纪 80、90 年代。当时美国急剧增长的经理人薪酬与经济衰退后出现的大量工人失业、工厂倒闭和公司规模缩减形成鲜明对照。2001 年安然等公司丑闻的出现进一步表明了经理人超额薪酬问题的严重性。而在 2007 年全球金融风暴爆发后,金融行业(尤其投资银行)令人瞠目的薪酬方案再次表明经理人超额薪酬现象所暴露的公司治理问题并没有得到切实解决^①。

经理人攫取超额薪酬会带来一系列社会经济后果。(1) 经理人利用权力和影响以薪酬这一社会伦理相对容易接受的方式进行租掠夺,损害了外部投资者的利益,对公司治理失败(governance failure)的担心重新开始笼罩投资者的心头。而 Berle and Means(1932)等早在 70 多年前即指出,公司治理失败将挫伤外部投资者的投资热情,使经济发展更多依靠资本积累,而不是以资本社会化

* 郑志刚,中国人民大学财政金融学院,教授,经济学博士。作者感谢孙娟娟、包咪、李璋和常醒等对于本文完成提供的出色的研究助理工作,同时感谢国家自然科学基金(项目批准号:71072143)对本项研究的资助。

① 我们以美国投资银行为例来说明经理人超额薪酬问题的严重性。据美国证券行业 and 金融市场协会(SIFMA)统计,五大投行在有三家 2007 年创出季度亏损记录的情形下,当年向 CEO 发放薪金总额依然高达 31 亿美元。其中,高盛 CEO 薪金为 8.59 亿美元,贝尔斯登 CEO 薪金为 6.09 亿美元。而在这场由次贷危机引发的金融风暴中,美国的五大投行纷纷落马,并最终导致了独立投行模式的终结。

形式实现的资本积聚,影响了建立在专业化分工基础上的社会化大生产的深入开展,最终波及一国的经济增长和社会发展。(2)由于经理人超额薪酬成为经理人谋取控制权私人收益的新形式,随着这一新形式的出现,经理人的造假、会计操纵和盈余管理等行为比以往更加频繁和复杂,为加强公司的内部控制和监管带来了新的挑战。在薪酬设计时,管理层一方面要符合监管机构关于薪酬强制披露制度的要求,另一方面则需要平抑外部投资者对经理人薪酬飞涨的公告可能产生的愤怒。为了满足上述两方面的要求,激励性薪酬被人为地复杂化,以致难于估算。管理层还可以采用制定高额退休金计划、保险合同以及金降落伞等方式来巧妙增加自己的实际收入^①。(3)经理人超额薪酬损害了全社会收入分配的公平性,扩大了社会的贫富差距,激起公众的强烈不满,甚至会演变为一个社会问题。正是由于经理人超额薪酬问题的复杂性和严重性,经理人超额薪酬现象引起越来越多的学者关注,成为近年来公司治理研究领域新的焦点。

经理人超额薪酬现象的出现同时也构成了对公司治理主流理论的挑战,迫使公司治理理论界开始重新反思一些业已成熟的结论的正确性和常用工具的新的政策含义。按照公司治理主流的代理理论,公司基于现代激励机制设计的思想可以通过为经理人设计与企业绩效挂钩的薪酬激励方案,使经理人和股东的利益相一致;负责经理人薪酬设计的董事会(通过下设薪酬委员会)由于把提供资本的股东和使用这些资本创造价值的经理人联结起来,而被一些公司治理文献认为是市场经济中公司治理机制的核心(Hermalin and Weisbach, 2001 等)。然而,我们看到,由于所有权与控制权的分离,经理人能够利用他的实际权力和影响力通过俘获董事会和薪酬委员会实际上为自己制定薪酬。它表现为经理人的薪酬水平和企业业绩的不成比例增长,最终导致经理人超额薪酬现象的出现。

我国近年来也出现了经理人通过超额薪酬来获得控制权私人收益的趋势。一个典型的例证是,始于 2008 年下半年的经济下滑,各行业业绩均出现下降趋势,但是很多公司的高管薪酬继续保持大幅跃升的趋势^②。上市公司高管超额薪酬经媒体曝光后引来了社会各界的议论纷纷,天价薪酬的合理性遭到了人们的普遍质疑。因而,对经理人超额薪酬现象的研究对于我国企业完善治理结构同样具有重要的现实意义。

本文围绕经理人超额薪酬的研究现状进行文献综述,之后部分的内容安排如下:第二节讨论经理人超额薪酬现象的出现对传统公司治理理论的挑战。在第三节,我们对已有文献形成的对经理人超额薪酬现象的可能理论解释进行综述。这些理论包括代理理论、经理人权力理论、现在和将来投资者之间的利益冲突理论、投资者精明缺失理论和效率均衡反应理论等。第四节对与经理人超额薪酬有关的实证研究文献进行综述。在该部分我们将从经理人超额薪酬的度量、经理人超额薪酬对企业绩效的负效应和实现路径、抑制经理人超额薪酬的途径三个方面进行综述。第五节以对研究我国经理人超额薪酬问题的启发的相关探讨结束全文。

① 新华人寿前总裁通过由公司购买补充养老保险保单的方式,使自己在退休后每个月可以领取 9.28 万元养老金是经理人通过保险合同增加自己实际收入的典型例子。见财新网 2010 年 10 月 19 日“新华人寿原总裁月领 9 万养老金 审计署叫停”的报道。

② 综合中国经济网-证券日报和 21 世纪经济网等的报道,在金融业中,中国平安有 3 名董事及高管 2007 年的税前薪酬超过了 4000 万元,其中董事长马明哲税前报酬为 6616.1 万元。深发展董事长纽曼的薪酬为 2285 万元,是深发展上一年净利润的 0.9%。中国银行信贷风险总监詹伟坚薪酬为 900 万元,招行行长马蔚华达 500 万元。在石油行业中,2008 年中海油董事长兼 CEO 傅成玉在中海油的薪酬达 1204.7 万元。在房地产行业,华远地产董事长任志强年薪达 774.3 万元。华发股份净利润同比增长 81.6%,高管薪酬总额却增长 334%;东华实业净利润同比增长 41.5%,高管薪酬则增长 106%。在其他行业中,上海机场 2008 年虽然公司净利润下降了 49%,高管薪酬却上涨了 20%。三友化工 2008 年虽然公司净利润同比下滑 37.45%,但是高管薪酬依旧增幅达到 45%。南方航空 2008 年度公司亏损 48.29 亿元,但该年度支付高管薪酬同比增长了 49.8%。

二、经理人超额薪酬现象对传统公司治理理论的挑战

代理理论作为一种研究范式被广泛应用于研究投资者与经营者之间的利益冲突,并逐步成为 20 世纪 70 年代以来发展的公司治理理论的主流 agency theory (Jensen and Meckling, 1976; Holmstrom, 1979; Holmstrom and Milgrom, 1987; Murphy, 1999 等)。理想的经理人薪酬能为经理人的才能和努力程度合理定价,其中经理人薪酬构成应该是较小的固定薪酬比例,较高的依业绩变化而变动的浮动薪酬比例;更高的薪酬来自更好的业绩表现,并能带来未来业绩的提升。然而,经理人超额薪酬现象的出现与代理理论所描述的理想状态相去甚远。我们可以把经理人超额薪酬现象出现后对公司治理传统理论的挑战总结为以下几个方面。

第一,董事会像代理理论所设定的一样是解决代理问题的途径,或自身是代理问题的一部分?按照代理理论,一个缓解经理人谋求控制权私人收益的重要机制设计是,代表股东利益的董事会及其下设的薪酬委员会设计最优薪酬方案,为经理人提供有效激励,使经理人和股东的利益相一致。因而,董事会由于把提供资本的股东和使用这些资本创造价值的经理人联结起来,而被一些公司治理文献认为是市场经济中公司治理机制的核心 (Hermalin and Weisbach, 2001)。然而, Bebchuk and Fried (2003, 2004) 指出,由于所有权与控制权的分离,经理人对自身的薪酬设计具有实质性影响。经理人通过俘获董事会和薪酬委员会实际上能够为自己制定薪酬。作为代表的董事会薪酬委员会与经理人的谈判现实与标准代理理论范式中理想化的情形相去甚远。董事会为经理人设计薪酬合约在成为解决代理问题的潜在工具的同时,自身也成为代理问题的一部分。Daily 等 (1998)、Core 等 (1999) 和 Cyert 等 (2002) 的实证研究发现,对于与公司或其管理层有私人或业务往来的关联董事,挑战经理人不仅可能失去董事职位、有吸引力的合约和顾问协议,还可能失去私人或业务关系。如果一个董事是在经理人任职期间任命的 (Interdependent Directors), 该董事出于对任命他的经理人的“忠诚”,通常不会在董事会上发表反对意见;如果一家公司董事会的薪酬委员会委员来自另一家公司的经理人,由于经理人这个群体的偏好一致性,同时是经理人的该董事通常会更支持同样为经理人的决策。

第二,股权分散还是股权集中更加符合外部分散股东的利益? La Porta, Lopez de Silanes and Shleifer (1999) 和 Claessens, Djankov and Lang (2000) 等的研究发现,控股股东以金字塔型控股结构、交叉持股以及不平等的投票权等形式形成现金流权和控制权的分离,通过隧道行为实现资源的转移,形成对外部分散股东利益的损害。该理论支持了以普通法为法律渊源的英美等国股权高度分散的治理模式。而面对来势汹汹的经理人超额薪酬,一个可能的政策建议却是引入一个外部大股东。Cyert 等 (2002) 发现存在持股超过 5% 的大股东将有助于减少经理人薪酬,而 Bertrand and Mullainathan (2001) 则发现,如果没有大的外部股东,经理人薪酬与绩效的敏感性较差。因此,在经理人超额薪酬现象出现后,到底是形成分散还是集中的股权结构更加符合外部分散股东的利益变得不明确。

第三,在经理人薪酬结构设计中,应该发放更多还是更少的股权? 经理人薪酬通常由基薪、奖金、股票期权以及长期激励计划等四部分构成。作为经理人薪酬结构重要组成部分的股票期权以及长期激励计划由于可以减少企业现金支付的方式实现经理人与股东之间利益的协调,成为一种成本相对低廉的报酬模式,而在实践中受到广泛重视。然而, Bebchuk and Fried (2004) 指出,当不断变化的环境产生了掠夺额外租金的机会时,经理人将充分利用它并推动公司乃至外部投资者的认同。因而股权激励的双刃剑效应在经理人超额薪酬现象出现后变得尤为突出。

最后,通过监管机构限薪还是依靠市场自身调节来解决经理人超额薪酬问题的争论为经济学

自由放任还是经济干预这一恒久争议的议题增加了新的素材。Choe, Tian and Yin(2009)指出,理论上,经理人权力并不会导致效率的扭曲,仅仅使财富从股东手中转移到经理人手。在这一意义上,经理人权力是效率中性的(*efficiency-neutral*)。如果经理人薪酬没有上限,经理人将在不扭曲自己激励的前提下攫取更多的租金。但实际上经理人的薪酬水平往往会受到企业规模、税收减免政策以及社会舆论可接受的底线(*outrage constraint*, 参见 Bubchuk and Fried, 2004)等的限制。Rose and Wolfram(2002)证明美国税法中规定符合减免条件的 1000000 美元规则事实上构成社会舆论可以接受的经理人“非超额”薪酬的聚点(*focal point*)。上述文献为金融风暴以来一些国家出台的限薪令提供了支持。然而, Murphy(2002)则认为,对于风险厌恶和进行专用性投资的经理人来说,股票期权形式的薪酬面临的风险极高,需要对其价值进行折扣,因而由于股权部分增加出现的经理人超额薪酬现象并非完全建立在不合理的基础上。Ang 等(2003)指出,如同有效的上市公司能够对公司经营状况做出及时准确的反映,有效的经理人市场同样能对经理人能力及其对公司业绩的潜在贡献给出理性评价。Gabaix and Landier(2008)甚至认为,近年来出现的经理人薪酬持续增长现象是对公司市场价值增加的有效均衡反应(*efficient equilibrium response*)。因而无论主张加强管制还是市场调节在抑制经理人薪酬问题上两方同样具有广泛的支持。

上述经理人超额薪酬现象构成的对公司治理传统理论的挑战和引发的新争议,再加上经理人超额薪酬现象本身引起的广泛社会经济问题,使经理人超额薪酬现象引起越来越多的学者关注,成为近年来公司治理研究领域新的焦点。

三、已有理论对经理人超额薪酬现象的可能解释

对于近年来愈演愈烈的经理人超额薪酬现象,现有文献从不同的视角出发提供了一些或者直接或者间接的解释。本节对已有文献形成的对经理人超额薪酬现象的可能理论解释进行综述。这些理论包括代理理论、经理人权力理论、现在和将来投资者之间的利益冲突理论、投资者精明缺失理论和效率均衡反应理论等。

(一)代理理论

经理人薪酬研究的现代历史,伴随着代理理论的兴起和广泛接受,始于 20 世纪 80 年代初期。按照代理理论,经理人薪酬构成应该是较小的固定薪酬比例,较高的依业绩变化而变动的浮动薪酬比例,更高的薪酬来自更好的业绩表现,并能带来未来业绩的提升。我们知道,在经理人薪酬设计实践中,除了基薪和基于会计业绩的年度奖金外,经理人还可获得股票期权以及长期激励计划等。股权或期权通常作为“滞后的补偿”,对于缺乏现金的企业而言,可以缓解当前的资金压力,同时可能使企业和经理人获得税收的优惠。因而很多公司在选择具体的激励形式时偏好于股权或期权。Core 等(2001)、Murphy(1999)等的实证研究表明,经理人薪酬对企业绩效的敏感性随着时间而增加,其中敏感性的增加大部分来自经理人的股权与股票期权激励。股权和股票期权激励计划制定因此成为经理人薪酬合约设计的重要内容。到 1997 年年底,美国 45% 的上市公司已经实施了股票期权。Holmstrom and Kaplan(2001, 2003)提供的经验证据表明,美国管理层薪酬价值增加很大程度是由于 20 世纪 80 年代杠杆收购革命之后基于股票的薪酬增长所导致的。

然而,在出现了经理人薪酬和企业业绩的提升不成比例的增长后(例如,美国税务总局的报告显示在 1980~1995 年间,美国企业经理人薪酬平均增长达 182%,而同期的公司利润仅增长 127%,非管理层员工的实际薪酬则出现轻微下降),代理理论尤其是作为其重要政策涵义的股权激励受到广泛的批评。

Murphy(2002)从维护代理理论的公司治理主流理论地位的角度对此进行了辩解,并把经理人

不合理的薪酬增长归因于薪酬合约的不当设计。他指出,对于采用股票期权激励方案的公司,经理人在行权日来临之前,有激励通过盈余管理虚高企业的账面价值,以增加自己的实际回报。一些经理人甚至不惜制造假帐,导致会计丑闻的频繁发生。代理理论由此认为,对于由于不当的薪酬设计方案导致经理人激励的扭曲应通过其他相关政策的完善而加以缓解,而不是简单地取消和废止股权激励这一重要的激励形式。例如,为了避免股票和股票期权等给经理人带来的进行会计欺诈的负面激励作用,在具体的股权激励设计中,可以选择指数化股票期权,以剔除经济走势的影响,反映企业真实业绩。监管部门应强制性地要求公司内部人及时披露有关其股票交易活动的信息;以长期的股票薪酬合约,代替现行的股票薪酬合约(如公司可以要求他们的高级管理人员只能在离开公司后的几年才能出售他们持有的股票等)(Murphy, 2002; Hall and Murphy, 2003 等)。由此,“改变目前股权激励所导致的股权激励对董事会和经理人的可察觉成本低于公司提供股权激励的实际经济成本的现状”(Hall and Murphy, 2003)。

(二) 经理人力理论

不同于代理理论认为超额薪酬来源于薪酬合约的不当设计, Bebchuk and Fried (2003, 2004) 发展的经理人力理论则认为, 由于所有权与控制权的分离, 管理层对自身的薪酬设计事实上具有实质性影响。经理人通过俘获董事会和薪酬委员会实际上能够为自己制定薪酬。围绕经理人薪酬经理人与作为代表的董事会薪酬委员会的谈判现实与标准代理理论范式中理想化的情形相去甚远。因而, Bebchuk and Fried (2003, 2004) 认为, 基于最优激励合约设计的传统代理理论对薪酬合约设计缺乏现实基础, 只不过是管理层租掠夺的巧妙花招而已。上述理论被称为经理人力理论 (CEO power) 理论或经理人“租掠夺”(rent-extraction) 理论。

在标准代理理论范式理想化的情形中, 董事会(下属薪酬委员会)通常被认为代表股东的利益在与经理人讨价还价的基础上设计考核并履行经理人薪酬合约的。然而, 按照经理人力理论, 由于经理人在提名董事进入新一轮董事会中扮演十分重要的角色, 成为董事所带来的丰厚的年薪、名誉和社会交往使每一位希望在下一届董事会选举中重新获得提名的董事有激励讨好经理人。与此同时, 经理人同样会反过来参与董事的年薪和津贴的制定。更重要的是, 一名董事一旦形成“喜欢与经理人对抗”的“声誉”, 将很难获得其他公司邀请加入董事会的机会。出于上述三方面原因的考虑, 董事在经理人薪酬合约设计问题上通常表现十分暧昧, 容易妥协。正如 Bebchuk 和 Fried (2003) 指出的一样, 经理人薪酬合约设计在成为解决代理问题的潜在工具的同时, 自身也成为代理问题的一部分。

在薪酬设计时, 管理层一方面要满足政府管制中薪酬强制披露制度的要求, 另一方面则需要平抑外部投资者对经理人薪酬飞涨的公告可能产生的愤怒。为了满足上述两方面的要求, 激励性薪酬被人为地复杂化, 以致难于估算。管理层还可以采用制定高额退休金计划、保险合同以及金降落伞等方式来巧妙增加自己的实际收入, 同时不会激起外部投资者的愤怒。Bebchuk and Fried (2004) 指出, 当不断变化的环境产生了掠夺额外租金的机会时(或者通过减少外部民众的愤怒和符合管制约束, 或者产生新的隐蔽方式), 管理层将充分利用它并推动公司乃至外部投资者的认同。在 Bebchuk 看来, 股票期权计划由此成为管理层不会遭到股东的反对, 但可以在(无效地)提高激励的掩饰下(有效地)增加自己报酬的一种方法。

(三) 现在和将来投资者之间的利益冲突理论

Bolton, Scheinkman and Xiong (2005) 注意到网络和技术泡沫成为经理人薪酬持续增长时期重要的发明。他们指出, 技术产生的不确定性可能加剧投资者之间观点不一致, 这反过来助长了股市中的投机行为, 并导致股市泡沫的出现。在他们扩展的代理理论框架中, 假设由于投资者之间观点迥异出现的均衡股价并不总是包含无偏的公司基本价值的度量的可能性, 从而得出最优激励合约

设计将导致了经理人严重的短期行为导向,将助长以牺牲公司长期基本价值为代价的投机和操纵短期股价行为的发生。Bolton, Scheinkman and Xiong(2006)指出,即使在传统的代理理论框架下,通过引入现在投资者和将来投资者之间的利益冲突,就能够合理地解释为什么向经理人提供基于股票期权的薪酬合约对于股东而言是最优的。其原因在于,薪酬合约允许现在的投资者(当然包括经理人)在投机性股价上升前获利,即使股价随后急剧下跌,相应的损失由将来的投资者承担。这一理论显然为在投机市场中出现的基于股权的经理人薪酬持续增长现象提供了新的解释视角。它被称为“现在和将来投资者之间的利益冲突”(the conflict between current and future shareholders)理论。

(四)投资者精明缺失理论

技术泡沫的出现为经理人进行盈余管理提供了广阔的素材和空间^①。Frieder and Subrahmanyam(2007)将经理人通过操纵财务报表进行盈余管理与其薪酬的增加联系起来。按照Frieder and Subrahmanyam(2007),由于缺乏专业的知识和分析能力,外部分散投资者通常无法确切了解经理人操纵会计报表的程度。因此当小投资者构成市场中某一公司股票的主要客户群时,外部投资者总体精明程度的下降,为经理人通过操纵会计报表来增加自己薪酬的做法带来了便利。随着科学技术的发展和市场交易成本的降低,更多小投资者进入市场成为一些公司股票的主要客户群,经理人提高自己薪酬的可能性相应增加。因而经理人薪酬增长的现象可以简单解释为技术进步导致的外部投资者总体精明程度的下降。上述理论称为投资者“精明缺失”(lack of sophistication)理论。Frieder and Subrahmanyam(2007)进一步以股票交易量作为客户转换和个人投资参与程度的代理变量来检验上述理论模型的实证含义。他们提供的证据表明,经理人薪酬与该公司股票交易量横截面相关。因此,如果有更多投资者购买该公司的股票,则其经理人将获得更高的间接薪酬。其实现形式更多借助长期激励收益,人身保险等辅助薪酬形式。

(五)效率均衡反应理论

Gabaix and Landier(2007)注意到,经理人的才能各不相同,在竞争性分配环境中被匹配到各公司中,而经理人才能的很小的差异却能导致薪酬的巨大差异。因此,他们特别强调企业间的互相传染和攀比可能是导致经理人薪酬增长的潜在原因。如果一小部分公司决定支付比其他公司更高的报酬(或许是由于糟糕的公司治理),所有的经理人薪酬将比一般均衡数量高出很多。经理人的均衡报酬随着所在公司的规模和经济体中所有公司的平均规模的扩大而增长。他们的研究表明,至少在最近几十年里,大公司的规模扩张解释了经理人薪酬在公司间、跨时期和国家间的差异。特别是他们模型的参数分析表明,1980~2004年间美国经理人薪酬6倍的增长完全归因于同期公司市值的同比例增长。他们认为公司价值增长低于美国的国家,其经理人薪酬增速也往往低于美国。经理人薪酬水平上的跨国差异中的一部分可由公司规模差异解释。在他们看来,近年来出现的经理人薪酬持续增长现象是对公司市场价值增加的有效均衡反应,而不是由代理问题引起的。上述视角称为经理人薪酬增长的“效率均衡反应”(efficient equilibrium response)理论。

四、有关经理人超额薪酬的实证研究

国外对经理人超额薪酬现象的关注始于20世纪80、90年代,如同理论解释多是对经理人超

^① Bolton, Scheinkman and Xiong(2005)指出,技术泡沫带来了一系列新趋势,其中之一为经理人盈余管理提供了广阔的素材和空间,从司空见惯的盈余调整到彻头彻尾的会计丑闻。这一变化集中体现在美国20世纪90年代盈余调整报告的急剧增加。例如,1992年只有6起年报的调整,1993年为5起,而在1997~2000年期间却多达700多起。

额薪酬现象提供间接解释的视角,相关的实证研究则零星散见于之后的不同时期。本小节将从经理人超额薪酬的度量、经理人超额薪酬对企业绩效的负效应和实现路径、抑制经理人超额薪酬的途径三个方面对上述文献进行综述。

(一) 经理人超额薪酬的度量

经理人超额薪酬是相对于合理薪酬而言的。因此要计算超额薪酬,理论上应首先确定出合理的薪酬水平,然后将它与实际薪酬水平进行比较。在 Core 等(1999)看来,标准的经济决定因素如销售额、投机机会、企业业绩(ROA\RET)及其标准差等将决定合理的经理人薪酬水平,而受董事会特征和股权结构影响的那部分薪酬即是超额薪酬的体现,原因是董事会和股权结构的一些特征为经理人控制董事会、榨取租金创造了条件,导致超额薪酬的出现。Ang 等(2003)考察了对经理人“超额”能力(Better-Quality)补偿的溢价问题,通过对新经理人的薪酬与前任经理人的薪酬,新经理人是否是内部选拔,经理人是否兼任董事长、公司的市场价值,资产负债率的回归拟合,使经理人能力的合理补偿体现在回归残差中。Brick 等(2006)等在 Ang 等(2003)模型中进一步包含了与经理人能力相关的变量(如经理人年龄、任期等),因此回归的残差不再是薪酬溢价的衡量,而是无法由合理变量解释的超额薪酬。

(二) 经理人超额薪酬对企业绩效的负效应和实现路径

对经理人超额薪酬的关注源于其可能对企业绩效产生的负效应。Core 等(1999)在控制企业、经理人和治理特征后,考察经理人超额薪酬对企业绩效的影响,基于美国公司的数据,他们发现经理人超额薪酬将对企业会计和市场绩效均产生负效应,由此认为,弱的治理以外部股东的利益损失为代价向经理人支付超额薪酬。

在证明了经理人超额薪酬将对企业绩效产生负效应的基础上,一个自然的问题是,经理人超额薪酬是如何实现的?对这一问题迄今并没有系统的研究。Brick 等(2006)从董事会文化的视角发现经理人超额薪酬与董事超额薪酬存在显著正相关关系,由此他们认为,与企业业绩低劣相联系的经理人超额薪酬是由于任人唯亲的董事会文化导致的。Goyal and Park(2002)和 Cyert 等(2002)等的研究发现,同时兼任董事会主席的经理人权力更大,因而在薪酬设计上具有更大的影响力。Daily 等(1998)、Core 等(1999)、Cyert 等(2002)等从董事的来源和特征等视角考察这是否会导致经理人超额薪酬。他们的研究表明,如果存在关联董事,或者董事是在经理人任期内提名产生的,以及董事来自其他公司的经理人等因素都可能会导致经理人超额薪酬。

(三) 抑制经理人超额薪酬的途径

理论界自然地会形成两种可能的思路来抑制经理人超额薪酬问题:一种思路是上市公司内部控制系统的加强和完善,另一种思路是通过监管机构的限薪政策制定。本文分别从以上两个方面来对抑制经理人超额薪酬的途径的相关研究进行综述。

对于加强公司内部控制,现有文献所涉及的主要是董事会的力量和独立性、董事会下设的薪酬委员会本身以及外部大股东的作用三个方面。

关于董事会的力量和独立性,Yermack(1996)和 Core 等(1999)等的研究表明,在大的董事会中由于每个董事责任减少而凝聚力和协调不足,同时供职多个董事会的董事对某个公司事务关注不够,因而董事会规模的大小和董事的繁忙程度都将影响董事会抑制经理人超额薪酬的有效性。Brick 等(2006)和 Cyert 等(2002)的研究则表明,董事的薪酬设计和是否持股都将影响董事会对经理人超额薪酬抑制的有效性。特别地,持较大比例股的董事由于更加关注公司事务,通常会扮演更加积极的角色。

关于董事会下设的薪酬委员会本身对抑制经理人超额薪酬的效果,现有文献(如 Brick et al, 2006)从以下几个方面进行考察:(1)在董事会中是否设立薪酬委员会;(2)薪酬委员会的主席是否

是来自其他上市公司的经理人,是否在经理人任期内被提名,是否是内部人或关联董事;(3)薪酬委员会成员是否持股等。

关于外部大股东的作用。Cyert 等(2002)发现存在持股超过 5%的大股东将有助于减少经理人薪酬,而 Bertrand and Mullainathan(2001)则发现,如果没有大的外部股东,经理人薪酬与绩效的敏感性较差。

除了加强公司内部控制,限薪无疑是应对经理人超额薪酬问题简单直接的方式^①。理论上,经理人力并不会导致效率的扭曲,仅仅使财富从股东手中转移到经理人手(Choe 等,2009)。如果经理人薪酬没有上限,经理人将在不扭曲自己激励的前提下攫取更多的租金。但管制由于忽视微观个体的私人信息和无法做到对存在差异的不同个体的区别对待长期以来受到信奉自由市场经济哲学的学者的垢病。例如,Murphy(2002)等认为,对于风险厌恶和进行专用性投资的经理人来说,股票期权形式的薪酬面临的风险极高,需要对其价值进行折扣,因而由于股权部分增加出现的经理人超额薪酬现象并非完全建立在不合理的基础上。Gabaix and Landier(2008)甚至认为,近年来出现的经理人薪酬持续增长现象是对公司市场价值增加的有效均衡反应。目前并没有系统的研究来对限薪令的政策效果进行评估,因而,对于经理人超额薪酬的抑制究竟应该采用加强公司内部控制,还是限薪,或两者兼而有之,需要未来开展的实证研究加以回答。

五、对研究我国经理人超额薪酬问题的启发

我国上市公司高管超额薪酬问题同样引起了理论界和实务界的重视,但涉及上述领域的文献并不多。方军雄(2009)的实证研究表明,薪酬业绩敏感性存在粘性特征,即业绩上升时薪酬的增加幅度显著高于业绩下降时薪酬的减少幅度。尽管方军雄(2009)关注的是经理人薪酬设计有效性的一般检验,但该研究发现的粘性特征间接表明,经理人可能会利用权力获取超额薪酬。而吕长江和赵宇恒(2008)的实证研究则表明,扩大我国上市公司管理者权利并没有真正提高企业绩效,而成了机会主义盈余管理和创造虚假业绩的重要来源,管理者用权利改变自己的薪酬组合。

事实上,我国特殊的制度环境为从新的视角考察经理人超额薪酬现象提供了绝佳的机会,相关证据将构成国际理论界正在发展的经理人超额薪酬研究文献的重要补充。具体而言,包括以下几个方面。

第一,中国上市公司有别于其他国家上市公司的重要特征是股权结构的集中和众多上市公司控股股东的国有性质。大部分中国上市公司都存在一个控制性股东来为公司制定公司战略和经营政策。控制性股东通过董事会中的利益代表或行使其投票权来对公司进行实质性控制。根据 1993 年《公司法》(1999 年修订)和中国证监会 2001 年颁布的《上市公司治理条例》的规定,董事会应基于控股股东关于高管薪酬的建议做出决定。对于国有控股的上市公司,一些官员可以通过政治程序选拔出来代表国家担任上市公司的非执行董事等。因此政治对于企业经营尤其是管理层薪酬设计影响力不容忽视。理论上,国有控股上市公司经理人特殊的选拔、委派和提升机制既可能由于政治提升的激励显著强于薪酬激励,而弱化薪酬水平本身,但也有可能单一的经理人业绩考核渠道更容易被经理人俘获而纵容经理人攫取超额薪酬。对这一问题的最终回答将依赖于实证检验的结果。陈冬华等(2005)从我国国有企业中存在薪酬管制这一特殊制度背景出发,对上市公司高管人员在消费行为进行理论分析,认为由于薪酬管制的存在,在职消费成为国有企业管理人员的替

^① 为了应对金融风暴,美国总统奥巴马 2009 年 2 月 4 日宣布了对华尔街的限薪令,凡是获得政府救助的金融企业高管最高年薪不得超过 50 万美元。

代性选择。辛清泉和谭伟强(2009)结合国有企业市场化改革的制度背景,就市场化改革对国有企业经理薪酬契约的影响进行了理论分析和实证检验。他们的研究发现,市场化进程增强了国有企业经理薪酬之于企业业绩的敏感性。

第二,中国上市公司 2006 年之前较少使用股票期权和其他长期激励计划,但仍然出现了经理人薪酬持续增长和经理人超额薪酬现象。传统代理理论将经理人薪酬持续增长归因于企业推出的一揽子高能激励薪酬方案,特别是股票期权等的实施。而 Bolton, Scheinkman and Xiong(2005, 2006)则认为,经理人倾向于通过设计非常复杂且难于估价的薪酬合约来避免外部投资者的负面反应。上述两种理论都强调了股权激励计划等在经理人薪酬持续上升中所扮演的重要角色。但需要说明的是,这些理论并不能简单地用来解释中国上市公司经理人薪酬持续增长的现象。原因是中国上市公司 2006 年之前很少使用股票期权和其他长期激励计划。从 2001 年到 2005 年,我国上市公司经理人大约只有 9% 的上市公司的经理人持股,而同期超过 50% 以上的中国上市公司增加经理人薪酬的现象。当然,2006 年 9 月底国资委正式颁布实施《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,越来越多的企业开始推出股权激励计划。实践中遇到的新问题和相关的政策含义同样值得深入研究和总结。

第三,我国财政部办公厅于 2009 年 2 月 9 日印发了《金融类国有及国有控股企业负责人薪酬管理办法(征求意见稿)》,规定国有金融企业负责人最高年薪为 280 万元人民币(税前),由基本年薪、绩效年薪、福利性收入和中长期激励收益构成。面对公众对国企高管是否存在“天价薪酬”的持续质疑,2009 年 9 月 16 日,我国人力资源和社会保障部等六部门联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》。这也是中国政府首次对所有行业央企发出高管“限薪令”。尽管没有美国版限薪令“50 万美元”这样的具体规定,但这份被称为中国版限薪令的文件首次明确规定国企高管基本年薪与上年度中央企业在岗职工平均工资“相联系”,绩效年薪根据年度经营业绩考核结果确定,以更为变通的方式规定了高管薪酬的上限。限薪令的政策效果如何?是否达到了抑制经理人超额薪酬的目的?从长期看,限薪是否会导致经理人激励的扭曲等等。这些问题同样需要开展系统研究来加以回答,以为今后的监管实践带来启发。

参考文献

- 陈冬华、陈元信、万华林(2005):《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》,第 2 期。
- 方军雄(2009):《我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?》,《经济研究》,第 3 期。
- 吕长江、赵宇恒(2008):《国有企业管理者激励效应研究——基于“最优契约论”与“管理权力论”的比较分析》,《管理世界》,第 11 期。
- 辛清泉、谭伟强(2009):《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》,《经济研究》,第 11 期。
- Anderson, R. and J. Bizjak(2003): “An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay”, *Journal of Banking and Finance*, 27, 1323–1348.
- Ang, J., B. Lauterbach and J. Vu(2003): “Efficient Labor and Capital Markets: Evidence from CEO Appointments”, *Financial Management*, 32, 27–52.
- Bebchuk, L. and J. Fried(2003): “Executive Compensation as An Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92.
- Bebchuk, L. and J. Fried(2004): *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bebchuk, L., Y. Grinstein and U. Peyer(2010): “Lucky CEOs and Lucky Directors”, *Journal of Finance*, 65, 2363–2401.
- Berle, A. and G. Means(1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago: Commerce Clearing House.
- Bertrand, M. and S. Mullainathan(2001): “Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are”, *Quarterly Journal of Economics*, 116, 901–932.
- Bolton, P., J. Scheinkman, and W. Xiong(2005): “Pay for Short-term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets”, *Journal of Corporation Law*, 30, 721–747.
- Bolton, P., J. Scheinkman, and W. Xiong(2006): “Executive Compensation and Short-termist Behavior in Speculative Markets”,

Review of Economic Studies, 73, 577–610.

Brick, I., O. Palmon and K. Wald(2006): “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?”, *Journal of Corporate Finance*, 12, 403–423.

Claessens, S., S. Djankov and L. Lang(2000): “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.

Core, J., R. Holthausen and D. Larcker(1999): “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 51, 371–406.

Cyert, R., S. Kang and P. Kumar(2002): “Corporate Governance, Takeovers, and Top–management Compensation: Theory and Evidence”, *Management Science*, 48, 453–469.

Daily, C., J. Johnson, A. Ellstrand and D. Dalton(1998): “Compensation Committee Composition as A Determinant of CEO Compensation”, *Academy of Management Journal*, 41, 209–220.

Frieder, L. and A. Subrahmanyam(2007): “Executive Compensation and Investor Clientele”, Working paper, UCLA.

Gabaix, X. and A. Landier(2008): “Why Has CEO Pay Increased So Much?”, *Quarterly Journal of Economics*, 123, 49–100.

Hall, B. and K. Murphy(2003): “The Trouble with Stock Options”, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 49–70.

Hermalin, B.(2005): “Trends in Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 60, 2351–2384.

Holmstrom, B(1979): “Moral Hazard and Observability”, *Bell Journal of Economics*, 10, 74–91.

Holmstrom, B. and S. Kaplan(2001): “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 121–144.

Holmstrom, B. and S. Kaplan(2003): “The State of U.S. Corporate Governance: What’s Right and What’s Wrong?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 15, 8–20.

Holmstrom, B. and P. Milgrom(1987): “Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives”, *Econometrica*, 55, 303–28.

Jensen, M. and W. Meckling(1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

Jensen, M. and K. Murphy(1990): “Performance Pay and Top–management Incentives”, *Journal of Political Economy*, 98, 225–264.

La Porta, R., F. Lopez–de–Silanes and A. Shleifer(1999): “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54, 471–517.

Murphy, K.(1999): “Executive Compensation,” in Orley Ashenfelter and David Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, 3, North Holland, 2485–2563.

Murphy, K.(2002): “Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options”, *University of Chicago Law Review*, 69, 847–869.

Yermack, D.(1995): “Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?” *Journal of Financial Economics*, 39, 237–269.

(责任编辑: 赵一新)