

内部治理结构:高管薪酬

罗伯塔·罗曼诺* 编 罗培新** 译

摘要:高管薪酬在公司内部治理中居于核心地位,因为它发挥着经理人员与股东之间的激励配置功能。高管薪酬的设定由董事会负责,但是近年来已经引起很大的争议。因为出现了数家丑闻缠身的公司的高管在公司崩溃之前以高价卖出股票期权,而公众股东的股票变得一钱不值且雇员丢掉了饭碗。高管薪酬计划结构中包含的大量的延期股权激励不但降低了代理成本,还发挥着降低公司和个人缴付的收入所得税等职能。高管薪酬的主要批评者认为董事会已经被高管所俘获,无法履行这一职责。

关键词:高管薪酬 公司内部治理结构 激励机制 股票期权

* 耶鲁大学法学院公司法研究中心主任、教授,本文献的编者。

** 华东政法大学国际金融法律学院教授,博士生导师。

一、高管薪酬^①

(一) 高管薪酬的层级和结构

尽管高管薪酬的实践因公司和产业的不同而存在重大差异,绝大多数高管薪酬计划都包含着以下四项基本构成要素:基本工资、与会计业绩息息相关的年终奖、股票期权、长期激励计划(包括有限制的股票计划,以及以数年的会计数据为基础的业绩计划)。另外,高管参与“宽口径”的雇员利益计划,并据此获得特别利益,包括人寿保险和附加的高管退休计划(SERPs)等。与中层管理人员的“随意聘用”安排不同的是,高层的管理人员越来越多地通过协商来议定正式的聘用合同。这些正式的合同通常为期5年,规定了最低的基准工资、目标奖金的支付有或者没有保证、公司分立或者控制权变更之时的解职安排等。

通过对CEO薪酬的行业分析可以获得以下典型的事实:第一,CEO的薪酬水平因行业而异:电力行业的CEO的薪酬,明显低于其他行业的同行水平;金融服务部门的CEO获取的薪酬回报更高。第二,这些年来,CEO的薪酬水平已经大幅提升……第三,薪酬水平的提升,主要归因于股票期权授予日^②价值的提升。在20世纪90年代早期,股票期权取代了基本工资,成为了CEO薪酬的最为重要的组成部分(公用事业企业除外)。

有关CEO薪酬的一项公认的典型事实是,在更大型的公司中,CEO的薪酬更高……公司规模越大,CEO的薪酬越高,这本身并不奇怪:例如,更大型的公司可以雇用素质更高、薪酬要求也更高的经理人员。但至少从历史上看,更令人奇怪的是,不同的公司与不同的产业在这方面的关系呈现出了一致性。

^① 本文最初发表于 Handbook of Labor Economics, Vol. 3B, Kevin J. Murphy, "Executive Compensation", pages 2485 - 2563, Copyright Elsevier (1989)。本部分内容的再版获得了许可。本部分作者为 Kevin J. Murphy, 罗培新译。

^② 授予日(grant-date),是指股份支付协议获得批准的日期。——译者注

美国公司的高管比其国际同行获得的薪酬更高:美国代表性的 CEO 所获得的薪酬总额两倍于其他国家所支付的平均水平。更为有趣的是,数据表明,美国高管获取薪酬的方式也不同于其他地方:与全球的同行们相比,美国 CEO 的薪酬构成中股票期权的比例更高,而工资所占的比例则更低。

(二) CEO 薪酬的组成

1. 基本工资

CEO 的基本工资通常通过竞争性的“标杆管理法”来确定,后者主要以本行业一般工资水平的统计数据为基础……并辅之以选定行业或者市场同行的详细分析数据。这些统计数据得出了公司所处薪酬百分位的报告(例如第 25 百分位,第 50 百分位,第 75 百分位),但这一结论通常根据公司规模而进行调整……而公司规模的计算依据通常是公司收入,当然运用公司市值的情形也越来越多(特别是运用于低收入但高市值的创业企业之中)。

在运用几乎相同的统计数据来确定基本工资时,产生了有关理解 CEO 工资水平和趋势的若干含义……由于低于第 50 百分位的工资经常被称为“低于市场水平”,而那些位于第 50 百分位和第 75 百分位之间的工资则被认为“具有竞争力”,这些数据已经对基本工资水平产生了“棘轮”效应。^③

薪酬的绝大多数组成部分,根据基准工资水平来设定。例如,目标奖金通常设定为基本工资的一定百分比,而期权的授予则通常设定为基本工资的一个倍数。定额退休福利和解职补偿安排也取决于工资水平。因而,基本工资每增加一美元,对于薪酬的其他组成部分都会带来积极的影响。

2. 年终奖计划

几乎所有的营利性公司都会为其高层管理人员安排年终奖,而且该奖金的发放是以单个年度的公司业绩为基础的。

尽管高管奖金计划因公司与产业的不同而存在重大差别,但仍然可

^③ “棘轮”效应,又称制轮作用,是指人的消费习惯形成之后具有不可逆性,即易于向上调整,而难以向下调整。——译者注

以依据三大基本构成要素对其予以归类：业绩指标、业绩标准以及薪酬——业绩关系的结构……根据典型的奖金计划，只有完成了门槛业绩（通常设定为业绩标准的一定百分比）之后才可以发放奖金；实现了门槛业绩之后，才发放“最低奖金”（通常设定为目标奖金的一定百分比）；实现了业绩标准之后，才发放目标奖金，而且奖金的发放通常设有“上限”。

3. 业绩指标的激励效果

高管奖金的首要决定因素是会计利润。会计数据可以验证，绝大多数人都能看得懂，并且针对可接受业绩指标提供了业界人士所谓的“可视”标准：经理人士理解并且能够“看到”他们日复一日的工作是如何影响公司的年度利润的。然而，重要的是，我们必须看到一切会计指标都会面临以下两个重要问题。第一，一切会计利润在本质上都是向后看的，而且都是短期的，仅仅关注会计利润的经理人士，或许会不予实施那些降低了当前利润却提升了未来利润的行为，例如会削减研发的投入。第二，通过随意调整财产“收益”或在不同时期内转移收益而操纵会计利润。

4. 股票期权

股票期权是一份合同，它赋予接受者在预先规定的期限内、以预先规定的“行权”（或者“行使”）价格买入股份的权利。高管期权通常是在一段时期内逐步变成“既得权利的”（也就是说，可以行使的权利）：例如，在授予期权之后的4年内每年可以行权25%。高管期权不可交易，而且通常在高管离职之后即予没收（尽管“加速既得”是一种常见的议定解职安排，特别是在控制权变更之后）。

在理论上，期权合同的参数表明，在具体设计合同时存在种种可能性：例如，行权价可以“盯住”产业或者市场；除非公司业绩的“临界点”已经达到，否则期权要被没收；期权条款与预期的高管视野相匹配，等等。然而，在实践中，授予期权的做法却几乎不存在典型的差异：绝大多数期权10年内到期，而且被授予的行权价是授予日当天的“公允市场价格”。

5. 激励的后果

股票期权使得经营层的回报与股价上涨之间产生了直接的联系，因

为随着股价的上涨,行使期权所获得的回报也相应地增长。然而,出于以下若干原因,股票期权的激励与股份所有权的激励并不相同。首先,由于期权回报仅仅体现为股价的上涨,而这并不构成股东的全部回报(还包括股利),持有期权的高管有动机不发放股利,而选择股份回购。其次,由于期权的价值随着股价的波动而增长,持有期权的高管有进行更为冒险的投资的激励。最后,一旦股价跌至低于行权价,高管觉得几无机会来行权时,期权将丧失激励的价值:在股价下跌之后,人们通常以“期权丧失了激励作用”为理由,为期权重新定价。

6. 估值问题

无论是做研究还是做实务,在运用高管股票期权时,绝大多数情形下均要求对期权设定一个授予日之时的“价值”。在构造此一价值时,重要的是区分两个经常混淆但完全不同的估值概念:授予期权的公司所付出的成本,以及该期权之于接收高管的价值……股东授予期权所付出的成本,高于接受期权的高管所获得的价值。

公司授予期权的“机会成本”(暂时忽略其激励的后果),可以用外部投资者愿意为此支付的价格来妥为衡量。外部投资者通常可以自由地买卖期权,也可以采取行动(例如卖空该期权的基础股票)来对冲期权的风险。相反,公司高管却不能买卖其期权,也被禁止通过卖空公司的股票来对冲风险。另外,与外部投资者往往高度分散投资(在大量的公司中分别持有少量的股份)不同的是,公司高管在本质上没有分散投资,他们的身体以及人力资本不成比例地投资于其公司之中。出于这些原因,公司高管对于公司股票期权的估价,通常低于外部投资者。

7. 税收和会计问题

股票期权看起来是一种将高管薪酬与公司股价表现相挂钩的方式。然而,除了这种显而易见的激励后果之外,股票期权的风行在相当程度上归因于其有利的税收和会计处理方式。特别是,股票期权提供了一种延后应税收入的富有吸引力的方法,而且在公司会计报表中基本上体现不出来。[2004年,期权的会计方法发生了变更,删除了更为有利的(在会计报表中体现不出的)处理方法——编者注。]

8. 为什么股票期权与时俱增

20世纪80年代和90年代,高管薪酬最引人注目的趋势是,股票期

权的授予呈爆炸式增长,它们……现在已经成为 CEO 薪酬的最为重要的组成部分。尽管推动这一趋势的力量在学术文献中尚未提及或者尚未形成共识,本人相信,政治、经济……以及行为等诸多因素共同推动了这一趋势。20 世纪 90 年代早期围绕 CEO 薪酬的争议,是由政治和经济推手共同作用的结果。政治推手……折射出被称为“薪酬过度的 20 世纪 80 年代”之后人们对财富的鞭笞,而经济推手则反映了 20 世纪 60 年代和 70 年代所创建的传统薪酬做法,并不适应 20 世纪 80 年代和 90 年代的经济体的需求,在这些经济体中,创造股东财富意味着一些行业会带来创新和企业家精神,而其他行业则面临着降低规模、裁员、赢得工会的让步,而且在极端情况下甚至倒闭的情形。彼时股东和学界对于 CEO 薪酬的批评,绝大部分集中于公司业绩优异之时缺乏有意义的回报,而在经营失败之时又不存在有意义的惩罚。类似的,尽管民粹主义者的批评含沙射影地指出降低薪酬水平,但它却表述为提升薪酬与公司业绩的关联度。所有的这些推手共同促成了更多的绩效薪酬,而后者主要体现为股票期权。

股票期权趋势的行为解释……反映了在将近 20 年的持续熊市之后,高管更加愿意接受股票期权。

(三) 其他形式的薪酬

1. 受限制的股票

在某些条件下(这些条件通常与雇员服务期有关)股份将被没收,在这一意义上,这种股票的授予“受到了限制”。而这种被没收的可能性,带来了有利的税收待遇(直到这些限制条件消失,高管才需要就该股份缴纳税收)和会计待遇(在成熟期内摊提“成本”,而且即使授予之后股价上涨,也按照授予期的股价记载)。

2. 长期激励计划

除了基于公司年度业绩的奖金计划之外,许多公司安排了“长期激励计划”(LTIPs),该计划通常以公司 3 年或 5 年的累积滚动平均业绩为基础……典型的长期激励计划的结构与年度奖金计划相类似。

3. 退休计划

除了参与公司整体的退休安排之外,高级管理人员通常还会参与附加型高管退休计划(SERPs)。SERPs 并不适用于税收目的,并会采取种

种不同的形式,包括以“记入贷方”的服务年限(它可能与“实际”服务年限有很大差别)为基础的限定福利,或者以通胀或公司业绩为基础的种种福利。

4. 薪酬与业绩的关联度

高管持有普通股、限制性股票和股票期权,从而使其财富显性地(而且机械地)与其委托人的目标(创造股东财富)息息相关。此外,CEO以会计为基础的奖金(反映了会计回报与股价表现的关系)、工资水平的年度调整、目标奖金、期权及限制性股票的授予的规模等,也使CEO的财富与公司的股价表现密切相关。

在过去的25年间,现金薪酬与公司股价表现的关联度普遍提升。

由于高管持有的普通股、限制性股票和股票期权的价值变动与公司业绩息息相关,高管的财富与股价表现也存在着隐性关联。薪酬——业绩之间的敏感度,也表明CEO“分享”着公司创造的价值。股东财富每增加一美元,CEO的限制性和非限制性股票的价值,也根据其在公司中的持股份额而增长。

就CEO持有的期权来计算其薪酬——业绩之间的敏感度,其复杂程度略高于计算CEO持有股票时的薪酬——业绩之间的敏感度,因为期权的价值并不会随着股价的涨跌而同步起落。

这里出现了若干典型的事实……首先,薪酬——业绩之间的敏感度的主要驱动力是股票期权及股份所有权,而不是其他形式的薪酬……其次,薪酬——业绩之间的敏感度因行业不同而存在差异,在受管制的公用事业中,其敏感程度格外低。再次,从1992年至1996年间,薪酬——业绩之间的敏感程度增加了。最后,薪酬——业绩之间的敏感度的提升,几乎完全来自股票期权的授予。

公司规模越大,薪酬——业绩之间的敏感度越低。

公司规模与薪酬——业绩之间的敏感度的反向关系并不令人吃惊,因为规避风险及财富受到约束的大型公司的CEO们,可以通过持有股票、期权及激励薪酬,而只“持有”一小部分公司的现金流。

Jensen和Murphy^④得出结论称,CEO的薪酬——业绩之间的敏感

④ 本文在注释及问题部分中加以探讨[编者注]。

度仅仅等同于1970~1988年的“福布斯”高管样本的共享率的中值，即仅为该样本的0.325%，在这个意义上，此种敏感度实属“低下”。而到了1996年，薪酬——业绩之间的敏感度翻了将近一倍，达到了0.6% [标准普尔500强的数据]。

5. 激励措施要紧吗

整体而言，我们获得的证据与以下假设一脉相承：以股份为基础的激励措施，是经营行为和公司业绩的重要驱动力。然而，仍然几乎没有直接的证据证明，引入积极冒进的、以业绩为基础的薪酬计划能够给公司带来回报。

二、高管薪酬计划的激励和税收效果^⑤

(一) 视野问题的控制

激励计划明确地将经理人员的薪酬与公司的价值指标或公司价值变更的指标相挂钩。经理人员的薪酬以这些指标为条件。

在激励计划中，薪酬并不取决于事实发生之后（事后）的业绩，而是在事实发生之前（事先）就与业绩的某些指标相挂钩。薪酬与业绩的正式挂钩，降低了64岁的经理人员所面临的视野问题；年终薪酬取决于该年度的业绩（例如，奖金取决于该年度的披露利润）。

激励计划通过将薪酬支付延至退休期间，从而也缓解了视野的问题。奖金计划……[通常包含]允许薪酬委员会将奖金（现金或者股票）在未来分期支付的条款……那些计划规定，如果发生以下事实，那些未支付的分期奖金将予没收：如果薪酬委员会发现，经理人“玩忽职守或者实施了危及或有害于公司利益的行为”。这种条款将影响临近退休的经理人员的激励。

那些正考虑另谋高就因而眼光短浅的经理人员，也会受到薪酬计划中的延期支付条款的影响。如果经理人员辞职或者被解聘，奖金计划、

^⑤ 本部分内容的再版，获得了7 *Australian Journal of Management* 139 (1982) 的许可。本部分作者为 Clifford W. Smith, JR. 和 Ross L. Watts, 罗培新译。

业绩奖励和股份计划中的延期支付部分将被没收。类似地,在期权计划中……如果高管在行权日期到来之前,或者在股份解禁日期到来之前离开公司,也将面临期权被没收的威胁。带有没收威胁的薪酬延期支付计划,降低了经理人员从事欺骗或者从公司中偷盗财产的可能性,并且增加了其保持高效的工作状态的激励。

另外,或许有人会认为,没收条款使公司得以欺骗经理人员,使后者拿不到延期支付的薪酬。然而,如果公司采取这种政策,将为其带来大量的成本。反复无常地运用没收条款,会使得当前及未来的经理人员由于担忧延期支付的薪酬可能会被没收,从而低估该薪酬的价值。这种价值的低估迫使公司提升其当前及未来的经营层薪酬,以留住具有一定品质的经营团队。另外,延期支付薪酬的价值被低估,也将降低该计划的激励效用。激励功效的丧失本身,应当足以确保公司不会运用没收条款来违背合同的约定。

通过激励计划而实现的延期支付薪酬,除了提供了高效行事且不欺骗的动机之外,还有其他的功效。例如,经理因此积累了大量的公司所属行业专门知识。公司(以一定的成本为代价)提供了公司所属行业的部分人力资本。然而,离开该公司并就职于同行业另一家公司的经理,将获得该行业特定的人力资本的报偿,这种报偿体现为更高的薪酬。实际情况是,公司承担了成本,而经理则获得了收益。如果没有一些机制使公司可以获得该投资的回报,则公司会减少对其经理人员(例如,通过培训项目)的产业专属性资本投资。通过薪酬的延期支付,同时辅之以经理人员一旦离职则该未付薪酬不予支付的规定,能够解决这一问题。薪酬的延期支付意味着,经理人员离开公司的可能性更低,因而公司也更愿意提供培训。公司和经理人员获得了“双赢”。

(二)对经理人员风险规避行为的控制

激励计划(以及重新议定工资计划这一激励程度更低的安排)可以解决固定工资普遍面临的激励问题。在固定工资的安排之下,无论公司价值如何变更,工资水平岿然不动。如果公司的高级经理人员从公司获取的是固定回报,则其有动机去实施某些实际上会降低公司价值的投资项目。如果投资项目降低了公司现金流的波动性,则它会提升经理人员的固定请求权(以及诸如债权等其他固定请求权)的价值。固定请求权

的价值之所以能够增长,是因为公司用以偿付该固定请求权的现金流的 价值获得了提升。然而,如果公司的预期现金流下跌,则公司的价值也 会下跌。

为了控制经理人员的风险规避问题,薪酬计划必须含有提升波动性 的正向激励条款。随着股价的起落,股票期权的预期支付水平也潮起潮 落……这使得经理人员有动机投资于将增加公司现金流波动性的项目。 其结果是,有可能通过引入在数量及类型方面均为恰当的股票期权,扩 大经理人员的固定工资……从而抵消了经理人员实施降低波动性的负 面价值项目或者拒绝实施增加波动性的正面价值项目的激励(也就是 说,过于规避风险)。

(三) 可以用税收解释的特征

税收后果也可以解释为什么激励计划包含延期支付条款。如果薪 酬的延期支付体现为期权等方式……则会减少资本利得税,而且如果延 期支付涉及的是公司进行投资以为延期支付做准备,则在公司税率低于 经理人员税率的范围内,降低了税负。

薪酬计划的诸多制度设计与激励经理人员最大化公司价值相吻合; 某些制度设计也与降低公司税负的目标相一致。例如,可以将薪酬的延 期支付解释为提升效率的手段,或者如果公司税率低于经理人员税率, 则可以将其解释为降低税负的方法。这两种解释并非互相排斥,而且两 者都可能具有重要意义。然而,要想有说服力地证明薪酬计划具有激励 功能,就必须展现只能够用激励功能来解释的薪酬计划的可观测特征, 同时展现可以用激励功能和降低税负功能来解释的可观测特征。

期权等降低税负的假设,在解释力方面存在着严重的问题。首先, 正是那些被用来证明激励条款的种种优势的例子表明,无须建立将薪酬 与业绩相捆绑的正式计划(也就是一项激励计划),也可以获得同样的 利益。工资薪酬外加养老金计划与期权等拥有同样的税收待遇。带有 部分工资延期支付的工资薪酬与通过投资而实现的薪酬延期支付方案, 具有同样的税收优势。因而,为什么公司还应当如此费力地启用激励计 划?一种税收解释在于,对于养老基金的税法制约具有约束力。然而, 如果降低税负是激励计划的唯一驱动力,则考虑到经理人员的风险规避 倾向,我们会看到薪酬的支付将以低的离散变量为基础。例如,奖金计

划将运用收益,而不是实际上正在运用的股本或资产回报的收益余额来加以设定。

其次,……延期支付薪酬条款所适用的绝大多数高管,其边际税率可能低于公司税率,因而,延期投资在税收方面并非有利。^⑥

因而,我们得出的结论是,税收后果最多仅仅部分解释了激励计划的本质、存在样态及其与日俱增的吸引力,它不可能是最为主要的解释。考虑到激励后果有能力解释激励计划的本质和典型变种,它看起来更为重要。

(四) 可以用激励后果而不是税收后果来解释的实证规律

业绩的分类。如果激励计划使得经理人员本身有动机去做出符合股东利益的决策,则人们将会看到,根据该计划,经理人员的业绩和报酬将对其做出的决定保持敏感。公司整体业绩指标,包括股份价值、总利润等,用于衡量公司总裁或董事会主席是适合的,这些人实际上对公司的所有现金流负责。然而,此类指标及以此为基础的薪酬安排,或许并不适合于部门经理。部门经理的业绩或许相当出色,但他只对5%的公司现金流负责。当会计是根据其他95%的经理人员的贡献而置备之时,仅仅以公司整体业绩为基础而确定经理人员的回报,将使他们几乎没有动力来谋求公司价值的最大化。个人的决策及努力之于薪酬的影响,往往淹没于其他人的决策及努力之中。如果激励计划以此类指标为基础,则经理人员有激励去“搭”其他经理人员的努力的便车。

因而,人们可以预想到,以公司整体业绩作为衡量标准的激励计划,与以部门或者更为细分的层面的业绩为基础的激励计划相比,它更不可能适用于高层管理人员之外的经理人员。这种预期与经验证据大体吻合。以公司整体业绩作为衡量标准的激励计划……通常局限于高层管理人员。另一方面,奖金计划的确衡量经营者个人的业绩,而且它们通常包括部门经理和层级更低的经理人员。

税收无法解释奖金计划的业绩指标在性质方面的差异。的确,税收方面的动因甚至无法得出激励计划与个人业绩无关的预测。然而,其中

^⑥ 如果按照当前的税率来计算,绝大多数高管不太可能发生此种情形,因为个人收入所得率的最高税率高于公司收入所得率的最高税率[编者注]。

一些计划确实与个人业绩无关,特别是那些最为流行的奖金计划。

(五) 结论

显而易见的是,税收方面的动因无法解释美国公司的薪酬计划的存在样态及其种种变种。工资与养老金计划的结合在降低税负方面与激励计划一样富有效率,而且不像激励计划那样会扩大经理人员的风险敞口。一方面,税收无法解释奖金计划在什么程度上与个人业绩无关,也无法解释为什么激励计划更少用于受管制的行业。另一方面,薪酬计划的激励效果可以解释这些现象。这表明,激励计划的预期目的(也就是说,使经理人员的动机与公司价值最大化目标保持一致)是激励计划在美国大行其道的首要原因。

三、不考虑业绩的薪酬支付:关于若干问题的反思^⑦

(一) 导论

在我们近期《不考虑业绩的薪酬支付》(Pay without Performance)这本书及若干附随及后续的论文中,我们试图全面描述经理人员的权力及其影响力是如何塑造美国公众公司的高管薪酬的。研究高管薪酬的金融经济学家通常会假定,薪酬安排是保持一定距离的谈判的结果,谈判的双方中,一方是努力为其自身争取可能的最佳交易条款的高管,另一方则是努力为股东争取可能的最佳交易条款的董事会。长期以来,这一假定构成了调整该事项的公司法规则的基础。然而,我们想要表明的是,美国公众公司的薪酬设定程序极大地偏离了公平交易的模式。

我们的分析表明,在形成高管薪酬方面,经理人员的权力发挥着关键的作用。经理人员无所不在的权力,可以解释当前高管薪酬的诸多现象,包括长期以来困扰金融经济学家的种种做法和范式。我们还表明,经理人员对于薪酬安排的影响力,已经极大地扭曲了这些安排,给投资者和经济体带来了成本。这种影响力还造就了逆向激励计划,后者将会

^⑦ 本部分内容的再版,获得了 30 Journal of Corporation Law 647 (2005) 的许可。本部分作者为 Lucian A. Bebchuk 和 Jesse M. Fried,罗培新译。

弱化经理人员提升公司价值的激励,甚至会使经理人员有动机实施损害公司长远价值的行动。

过去20年来CEO薪酬的大幅飙升,一直饱受公众诟病,2001年年底公司治理丑闻爆发之后,批评的声音骤然提升。公司丑闻的风潮动摇了人们对公众公司董事会的信心,市场开始关注这些公司的高管薪酬安排可能存在的缺陷。其结果是,现在达成的一种广泛认识是,董事会推行的诸多薪酬安排并不符合股东的利益。然而,这些问题在多大范围内存在,产生这些问题的原因是什么,仍然存在大量的分歧,而且毫不奇怪的是,对于如何解决这些问题,同样存在诸多不同意见。

许多人认为,人们对于高管薪酬的担忧,已被夸大其词了。有些人坚持认为,薪酬安排存在缺陷的公司相对较少,绝大多数公司的董事会有效地履行了其设定薪酬的职责。其他一些人承认,薪酬安排的缺陷确实普遍存在,但他们仍然认为,这些缺陷源于董事会在为股东谋求利益时犯了诚实的错误和认知的缺陷。根据这一见解,既然已经认识到这些问题的存在,就可以期待公司董事会将自行解决这些问题。还有其他一些人认为,尽管监管的干预是必要的,近期的一些增强董事独立性的改革完全可以解决历史问题;一旦推行了这些改革,就可以期待董事会实施服务于股东的薪酬政策。

我们的阅读文献试图说服读者,此种自以为是的见解缺乏依据。首先要指出的是,有缺陷的薪酬安排并不局限于少数的几只“坏苹果”,而是广泛、持续而系统地存在着。另外,这些问题也并非源于可以期待董事会自行解决的暂时性错误或者疏忽。相反,其原因在于基础性治理结构发生了缺陷,高管利用这些缺陷对董事会施加了影响。在当前的公司治理制度下缺乏有效的公平交易,一向是薪酬安排弊病丛生的主要原因。最后,尽管近期致力于增强董事会独立性的改革可能会改善事态,但他们并不足以使董事会充分地承担起责任。这方面的工作任重而道远。

(二)公平交易合同的视角

根据有关高管薪酬的“官方”见解,公司董事会在创设薪酬安排时,仅仅应当在维护股东利益的指引之下进行,而且公司董事会与薪酬由其支付的高管之间进行的是公平交易。董事会与高管进行的是公平交易

这一前提假设,长期以来是公司圈子以及金融经济学家关于高管薪酬的绝大多数研究中的一个核心要义。在公司圈子中,官方的这一见解构成了现行法律规则和公共政策的现实基础。人们运用这一见解来为董事做出的薪酬决定在股东、政策制定者及法院层面赢得正当性。这些决策被描述为,在本质上它们基本上是为了股东利益,因而值得尊重。

1. 公平交易的观点的局限性

公平交易观点的官方说法很体面、容易驾驭而且令人放心。但它未能描述高管薪酬的真实状况。公平协商观点也认识到,经营者受制于代理问题,无法自动谋求股东价值的最大化。根据公平交易合同的观点,董事会尽力通过经理人员的薪酬计划来提供此类划算的激励安排。但正如没有理由假定经理人员会自动谋求股东价值最大化一样,也没有理由期待董事将如此行事。的确,关于董事激励及种种情事的分析表明,董事的行为也受制于代理问题。

董事有动机、而且会一直有动机去支持、或者至少赞成有利于公司高层经理人员的安排。各种社会和心理因素——共同掌权、团队精神、避免董事会内部冲突的自然愿景、友谊以及忠诚,以及认知不一致——都向董事施加额外的压力,将其推往那个方向。尽管许多董事在其公司中持有一些股份,但因其份额过低而缺乏动力去承担个人成本,甚至也不愿承担因抵制高管提出的薪酬计划而引起的那一点点的不愉快。另外,时间及资源的制约,使得即使是意愿强烈的董事们也无法妥当地履行其设定薪酬的职责。最后,董事的运作所处的市场约束远远不够严格,无法避免因亲眷高管而产生偏离公平协商的结果。

2. 棘轮效应

高管薪酬的飙升,在部分程度上归因于诸多董事会尽力向其 CEO 支付高于行业平均水平的薪酬。这种普遍的做法导致薪酬的平均水平不断上涨,并不断推高了高管的薪酬。一项针对大型公司薪酬委员会的报告的评论表明,它们中的绝大多数运用同行群体来确定薪酬,并且将高管薪酬设定为等于或者高于同行群体的第 50 百分位。此种棘轮效应与以下现象相吻合:董事会并不孜孜以求于为其股东争取最佳的交易,而是坦然接受任何与当前流行的做法相一致的安排。

3. 新任 CEO 们

批评我们作品的某些人假定,当董事与公司之外的 CEO 候选人协商薪酬事项时,我们关于经理人员影响力的分析并不适用。然而,尽管与现任 CEO 的协商相比,此类协商更为接近公平交易的模式,但仍然远远无法满足此一标准。此外,与外部 CEO 候选人协商的董事知道,在候选人成为 CEO 之后,他或者她可以影响该董事能否再获董事会席位的提名,而且还可能影响他们的薪酬及津贴。董事们还希望与那些有希望成为公司领导及董事会同事的人,保持良好的个人和工作关系。而且,一方面,对于董事个人而言,同意做出有利于外部 CEO 的薪酬给付,几乎没有任何财务成本,而一旦协商破裂,董事们可能因此而感到尴尬,并且迫使其重新开始 CEO 的遴选程序,而这对于他们个人而言,却是成本高昂。

最后,董事的时间有限,这迫使他们依赖由公司人力部门和薪酬顾问提供并处理过的信息,而后者都有动力来取悦即将到任的 CEO。

4. 解聘高管

一些人认为,过去 10 年来,尤其是近年来,董事们解聘 CEO 的意愿越来越强,这表明董事会的确与 CEO 进行的是公平交易。然而,解聘仍然只发生于极端的情形之中,即只有当 CEO 被指控存在违法或者违背伦理行为,或者对 CEO 不满的股东认为其经营业绩糟糕透顶之时。如果没有强大的外部压力,仅仅是表现平庸,并不足以将 CEO 推翻。另外,在董事会解聘高管的极为罕见的情况下,董事会通常会在合同要求之外向离职的高管提供好处,以冲淡 CEO 离职的感伤,并减轻董事们的负疚和不适感。总之,董事会对待经营失败的高管的历史记录并不支持以下观点:董事会按照公平的方式对待 CEO。

5. 权力与薪酬

制约着公平交易模型在解释高管薪酬方面的效用的同样因素表明,高管对其自身的薪酬也拥有相当大的影响力。薪酬安排经常偏离公平协商的模式,其原因在于董事受到经营层的影响,以至于没有充足的动力来坚持追求股东利益的薪酬,或者其努力收不到效果。高管通过影响董事而获取“租金”,而这些利益超过了真正的公平协商所可以达到的水平。

在我们的著述中,我们发现,经理人的权力可以解释高管薪酬的诸多方面。值得强调的是,我们的结论并非以高管获得的薪酬数量为基础。在我们看来,绝对数量高管的薪酬本身并不表明薪酬安排偏离了公平协商的轨道。我们得出结论称,薪酬安排经常发生此种偏离,主要是基于对薪酬设定程序的分析,以及对该程序所导致的低效、扭曲且不透明的薪酬结构的研究。对于我们而言,经理人员之于薪酬的影响力的“确凿证据”,并不是高管的薪酬数额之高,而是权力与薪酬之间的关联关系,以及有组织地运用薪酬安排以掩盖其真实数量,并运用对于公司业绩不敏感的薪酬形式,以及大手大脚地向离职的高管给付利益。

尽管高层经理人员通常会对其董事会施加一定程度的影响,他们影响的范围取决于公司治理结构的诸多因素。经理人员权力的研究路径预测,权力更高的高管获得的薪酬更高,或者与权力更少的同类型高管相比,其获得的薪酬之于业绩的敏感度更低。大量的证据表明,当高管拥有更多的权力时,他们的薪酬更高,而且之于业绩的敏感程度更低。

第一,有证据表明,当董事会相对于 CEO 处于弱势或者无效状态时,高管获得的薪酬更高。特别是,在以下情况下,CEO 的薪酬更高:(1)当公司的董事会规模较大,难以有效组织起来对抗 CEO 之时;(2)当 CEO 委派的外部董事人数更多时,会导致董事们对 CEO 心存感激或者觉得欠了人情;以及(3)当外部董事任职于三家或者更多的董事会时,他们往往更容易分心。另外,如果 CEO 兼任董事会主席,则其薪酬会高出 20% ~ 40%,而且 CEO 的薪酬数额与薪酬委员会成员的持股份额成反比。

第二,研究发现,外部大股东的存在与有利于高管的薪酬安排成反比。大股东可以实施密切的监督,因而降低了经理人员对于其薪酬的影响力。一项研究发现,最大的股东所持股份的数量与其 CEO 的薪酬成反比。

第三,有证据表明,高管薪酬与机构股东的集中度存在关联,这些机构股东往往更可能去监督 CEO 及董事会。一项研究发现,更为集中的机构股东带来了对于业绩更为敏感的、数量更低的薪酬。

第四,众多的研究发现,薪酬与反收购条款之间存在关联,这些条款使得 CEO 及董事会更不容易受到敌意收购的伤害。其中一项研究发

现,采用反收购条款的公司的 CEO,在该条款通过之前,其薪酬高于市场平均水平,而且在该条款通过之后,薪酬进一步显著提升。此种范式无法从公平协商中获得便利的解释。的确,如果厌恶风险的经理人员的工作更有保障了,股东应当可以向其支付更少的薪酬。

(三) 制约经理人员影响力的因素

当然,高管追求及董事批准的薪酬安排也会存在种种制约。尽管市场力量并没有强大到足以防止发生严重偏离公平结果的情形,它们的确实对高管薪酬施加了某些制约。例如,如果董事会打算批准一份被认为是奢侈的薪酬安排,则股东在敌意收购或者投票委托书征求大战中,更不会支持现任经营者。另外,采纳此种安排的董事和高管可能也会背负着社会成本。那些批准了显然偏高而且扭曲的薪酬计划的董事,可能会遭到媒体的嘲弄和蔑视,或者为社会和工商业界所不屑。即便他们的董事会职位不会面临威胁,绝大多数董事仍然不愿意看到此种情形,这些潜在的社会成本强化了市场力量所施加的约束。正如市场力量一样,尽管这些潜在的成本无法彻底避免发生严重偏离股东利益的安排,但它们可以遏制一些不容辩驳的、显属滥用的安排。

因而,遏制经理人员权力的一个重要方法是“愤怒”成本。当董事会批准了一项有利于经理人员的薪酬安排时,董事及高管在多大程度上因此背负了经济成本(如公司被收购的风险增加了)及社会成本(如伤面子),取决于董事及高管所在意的外部人是如何看待这些安排的。如果人们预期薪酬安排会招致更多的愤怒,则会带来更大的潜在的经济和社会成本,因而董事更不愿意批准这一安排,经理人员也自始即不会提出这种薪酬建议。

有证据表明,薪酬安排的设计确实受到了外部人如何看待这一安排的影响。一项研究发现,在 20 世纪 90 年代,一旦股东做出了批评 CEO 薪酬的决议,在随后两年里被批评的 CEO 们都降低了其年度(经行业调整过的)薪酬。

1. 伪装及秘密薪酬

外部人对于薪酬的看法所发挥的关键作用,以及愤怒成本的显著后果,解释了经理权力影响理论的另一项构成要素:“伪装”。薪酬方案的设计者希望将该方案可能引发的愤怒降至最低,因而有强烈的动机来合

法化、正当化、掩盖或者在更为广泛的意义上,来伪装高管薪酬的不敏感性(薪酬数量和公司业绩的关联度低下)。

伪装或者做低薪酬数量及其对公司业绩不敏感的安排,包括高管养老金计划、延期薪酬安排以及退休之后的津贴。绝大多数养老金计划、延期薪酬安排,享受不到为其他雇员准备的标准化退休安排的大额税收补贴。在高管的层面上,此类安排仅仅是将税收债务从高管转移到了公司。而通过发放实物退休津贴的方式来提供薪酬,其效率基础远远不够明晰。

然而,所有的这些安排,均使投资者、监管者和公众更看不清楚高管薪酬。此外,现有的披露规则并不要求公司列明(或者在其公开披露的薪酬简表中列明)高管退休之后获得的薪酬的现金价值。尽管高管是否有退休安排,以及具体规定是什么,必须通过公司的公开文件而在许多地方予以披露,但这种披露内容的真正含义却更不易被察觉,因为外部人、包括薪酬研究人员和媒体关注的是薪酬列表中写明的现金价值。

尽管公司高管的养老金的价值并不透明,公司被要求披露足够的信息,以使勤勉的研究人员能够评估这些养老金的价值。相反,关于延期薪酬安排的信息,却无法使即便是最为细致的分析人士,准确地估算这些安排为高管带来了多大的价值。因而,在掩盖可能存在的与公司绩效无关的大额支付方面,此种形式的薪酬特别有效。

2. 薪酬与业绩的分离

20世纪90年代早期,著名的金融经济学家,诸如 Michael Jensen 和 Kevin Murphy 敦促股东们更多地接受那些能够带来高强度激励的薪酬方案。有观点认为,股东应当更多地关注如何使经理们获得足够多的激励,而不是在高管薪酬方面花了多少钱。为当前的高管薪酬安排进行辩护的人们认为,过去15年来高管薪酬节节攀升,这是改善高管激励所必须付出的成本,而且物有所值。

然而,问题在于,高管们获得的大额薪酬待遇与其自身业绩之间的敏感度,向来大大低于人们普遍认可的水平。股东的付出并没有获得最大的回报。股东本来可以付出低得多的成本,来获取高管激励的同样增长,或者他们本来可以运用这些成本,来赢得更强有力的激励。

3. 非股权薪酬

虽然在过去 10 年来,以股权为基础的高管薪酬增长迅猛,因而获得了更多的关注,非股权薪酬同样不容忽视。2003 年,在不属于新经济公司的标准普尔 1500 强中,非股权薪酬平均占到了 CEO 及高层经理人员总薪酬的半壁江山。

尽管大量的非股权薪酬体现为基础工资和签约薪酬(sign-up)或者“丰厚见面礼”(golden hello)等并不打算与业绩相挂钩的薪酬,诸多非股权薪酬体现为奖金报酬这一据称以业绩为基础的薪酬方式。然而,现实研究并没有发现,20 世纪 90 年代的非股权薪酬与经理自身的业绩存在关联。

一项针对薪酬做法的细致研究表明,为什么非股权薪酬与经理自身的业绩不存在紧密的关联。首先,许多公司会将主观标准至少用于部分的奖金支付中。如果该标准掌握于只考虑股东利益的董事会手中,则无疑大有裨益。然而,偏向公司高层经理人员的董事会,将运用这些计划所赋予的自由裁量权,来确保经理人员获得丰厚的报酬,即使其业绩差强人意。

另外,当公司确实在运用客观标准时,这些标准及其实施经常并不会根据经理自身对公司业绩的贡献而发放奖励。奖金的设定基础,通常并不在于公司的经营业绩或者其相对于同行的收益水平,而是基于其他因素。当公司未能实现预定目标时,董事会可以重新设定目标(2001 年可口可乐公司,以及 2002 年 AT & T 无线公司即为如此)或者日后设定更低的目标,从而为经理提供薪酬。

4. 以股权为基础的薪酬的意外收获

从历史上看,非股权薪酬与经理业绩之间的联系孱弱,鉴于此,希望提升薪酬之于业绩的敏感度的股东和监管者,越来越鼓励运用以股权为基础的薪酬,而后的表现形式经常为股票期权。我们强烈支持以股权为基础的薪酬,它大体上可以使经理获得理想的激励。然而,在实践中,高管股票期权的设计却使那些高管即使业绩尚可或者甚至差强人意,也可以获取丰厚的回报。

在传统的股票期权中,只要股票的名义价格高于期权授予日的市场价值,高管就可以获得收益。这反过来意味着,即便其公司的业绩大大

低于其同行水平，只要市场层面和行业层面的发展演变足以提升该公司的股价，高管仍可以从获利。相当部分的股价的增长源于此种变化，而不是那些反映了经理个人业绩的公司特定因素。尽管有种种方法可以过滤掉市场和行业驱动的各种意外情形，但公司实施的以股权为基础的计中，试图过滤掉此种意外情形的寥寥无几。

创设股票期权的理论向来是、而且基本上仍然会是，使高管能够从公司股价的暂时性上涨中获取收益，即使股价的长期表现差强人意。公司赋予高管广泛的自由裁量权来打破股权激励对其的羁绊，这种做法向来有益于高管，但于股东而言却代价不菲。高管一旦获得了授权并卖出了基础股票，即可以自由行使期权，此外，高管通常可以在相当程度上控制出售的时点，这使其得以从内部信息中获益。

薪酬与业绩进一步分离的方式是，向离职的高管支付解职补偿金。被董事会解职的高管，通常能够获得相当于其两年或者3年年薪的解职补偿金。即使客观而言，该高管的业绩显然非常令人沮丧，这些补偿金额也未必有所减少。另外，即使该高管迅速谋得了其他的差使，按照标准的解约条款，该高管的解职补偿金也不会降低。

值得怀疑的是，这些解职补偿金安排是否反映了有效率的、公平的缔约过程。蓝领雇员通常比高管更容易被解职，而且承担此种风险的财力更弱。但他们在被解职时不得不承担相当大的金钱损失。如果高管解职条款是出于风险承担方面的考量，则我们会看到，蓝领雇员也应当拥有此类条款。

更为重要的是，如果高管之所以获得高额薪酬，是因为必须赋予其足够的动力，则我们会看到，他们的薪酬安排应当比蓝领的薪酬支付对于业绩更为敏感，而且在公司出现令人沮丧的经营失败之时，他们获得的保护力度应更低。然而，当前的公司解职补偿金做法，不仅未能强化薪酬与业绩之间的联系，而且因为消除了干得好与干得坏之间的薪酬差距，从而弱化了此种联系。

(四) 提高透明度

现在，我们来考察一番带来了那些结果的薪酬安排和治理程序。首先，我们来看一看可以称为“傻瓜都能想到的”改革，即对此没有任何合理理由来加以反对的改革。特别是，SEC应当要求公众公司把其高管薪

酬的数量和结构变得更加透明。

SEC的规则已经要求公司详细披露CEO及其他4位薪酬最高的高管的薪资。因而,从经济学家的股票定价的视角看,已经存在大量的有关高管薪酬的信息了。

然而,在我们看来,重要的是要认识到,必须将此种披露的信息透明化。披露高管薪酬的目的,并不仅仅在于能够据此对公司证券准确定价。其目的还在于制约某些过分偏惠高管的安排。然而,一旦披露的信息只能够为少数市场专业人士所理解,对于其他人而言却晦涩难懂,这一目标难言已经彻底实现。[作者认为,许多应予披露的信息却被遗漏掉了。——编者注]

(五)改善支付安排

公司也可以考虑采用某些股权薪酬计划,这些计划必须能够至少过滤掉部分可归因于市场或者行业整体变化而带来的股价波动所产生的收益。通过这种过滤措施,可以较低的成本提供同等数额的激励,或以同样的成本提供更强的激励。采取将股票期权的行权价盯住某一指标的方式可以达到这种目的,或者通过其他方式也可以达到同样的效果。例如,使期权的行权价盯住该行业中业绩最差的公司的股价变化,就可以过滤掉市场层面的发展变化所带来的影响,同时不会给高管带来过度的风险。

而且同样重要的是,我们必须明白,采用受限制的股票,并不是解决意外收获问题的好办法。事实上,授予高管受限制的股票,甚至会比传统的期权带来更大的意外收购问题。

高管薪酬计划赋予了高管们广泛的自由来打破以股权为基础的激励对其的羁绊,而对此种自由加以限制,则可以改善薪酬支付安排。将期权的成熟与经理打破该期权羁绊的能力相分离,也是一种理想的安排。要求高管在期权成为既得权利(或者在行使期权而获得股份)之后持有一段时间,董事会可以确保已经属于高管的期权仍然掌握在其手中一段时间,从而继续继续着增强股东价值的激励。另外,此种限制也将消除股价昙花一现般的大幅上涨给高管带来回报而产生的极大扭曲。为了防止这种安排被规避掉,人们可以辅之以禁止高管对冲股价的合同约定,或者禁止运用任何其他有效消除了高管面临的公司股价下跌风险

的机制。

即便我们认为,根据公司财务报表的改善而奖励经理是可取的,同时还应当看到,不要根据短期结果、而要根据持续相当长时间的财务报表的改善而给付奖励,这才是可取的。根据短期的业绩而奖励高管,并不是提供有益激励的有效方法,确实,它可能会带来操纵短期会计报表的激励。

在薪酬合同中写入笼统的“追回”条款,即要求经理返回基于随后被修订的会计数据而获得的薪酬,这或许也是可取的。无论高管是否应以何种方式为财务报表的错误负有责任,此种薪酬的返还都是正当的。如果董事会相信,将高管的薪酬支付与一定的计算公式挂钩是可取的,则按照这套公式,如果高管的价值被证明是虚高的,则正确运用这套公式的结果是,必须返还基于错误的价值而做出的支付。这里的主导原则应当是:“不是通过努力来赚取的收入,必须予以返还。”

根据当前的期权计划,期权合同的相关条款并没有更新以反映股利支付情况,其结果是,当高管决定支付股利时,他们的收入会降低。有证明表明,那些薪酬计划包含了大额期权的高管运营之下的公司,往往会支付较低的股利,相反,它们会通过股份回购来分配现金,这对于经理的期权价值的负面影响更低,但却未必是最有效率的薪酬支付方式。为了降低经理薪酬支付决定所带来的扭曲情形,在设计所有以股权为基础的薪酬计划时,既不鼓励也不打击股利的支付,或许是可取的安排。特别是,在期权计划的情形下,期权的行权价必须下调以反映股利支付情况。

在当前情况下,公司通常许诺高管,一旦其被解职将获得丰厚的解职补偿金,除非引起解职的是一些极为少见的原因(如遭到刑事指控或者“滥用职权”)。董事会应当考虑设定一些条款,使得高管的解职偿付金的多寡,取决于高管被解职的原因及被解职的高管的历史业绩。即便公司沿用现有的无理由解职的宽泛界定,此种解职的偿付金的大小,应部分取决于在该高管的服务期内公司相对于其同行的业绩。在公司股价表现极端糟糕的情况下被解职的高管,比那些在公司业绩尚可的情况下被解职的高管,应当获得更少的补偿。

(六) 改善董事会的责任心

高管薪酬支付安排的既往及当前的缺陷,源于公司治理制度的内在

问题:具体说来,就是董事在设定高管薪酬时,缺乏足够的动力来仅仅考虑股东的利益。如果董事在关注和维护股东利益方面值得信赖,则高管薪酬的设定程序,以及更为宽泛意义上的董事会对高管的监督,都将大为改善。因而,改善薪酬支付安排的最有希望的方法是,使董事会对股东更加负责,并且更为关注股东利益。这种责任心的增强会把公平缔约模式转变为现实。它既会改善薪酬支付安排,又会在总体上改善董事会的表现。

近期的改革要求,在主要的证券交易所(纽约证券交易所、纳斯达克市场以及美国证券交易所)上市的公司,其董事会中的独立董事必须占据多数席位。独立董事是指除了担任独立董事之外与公司再无其他雇佣关系、也没有商业往来的人。这些公司的董事会中,薪酬委员会和提名委员会的成员必须全部由独立董事担任。尽管此种改革可能会降低经理之于董事会的影响力,并且在某种程度上改善董事的激励,但这些远远不够。

我们的分析表明,新的上市要求弱化了高管之于董事的影响力,但却并没有将其彻底消除。更为重要的是,独立性的作用本身存在限度。独立性并不能确保董事有动机关注股东的利益,也不能确保能够选出最佳的董事。除了更加独立于内部人之外,董事还必须更加独立于股东。为此,将当前固化了董事职位并使其隔离于股东的种种安排予以废除,或许是有利的。

要开始这一变革,将股东撤换董事的权力从神话演变成现实,或许是可取的。

要改善公司董事会的绩效,消除免除董事职务的障碍,这或许是可取的。首先,可以赋予股东在公司选票中提名董事候选人的权力。此外,投票委托书征求大战的挑战者,如果吸引到了足够多的支持,可以从公司中获得费用的补偿。另外还可以限制交错董事会的运用,因为绝大多数公众公司都运用这套机理来阻碍董事的免职。

四、高管薪酬：如果存在问题，该如何救济？关于“薪酬讨论及分析”的例子^⑧

在本章中，本人关注以下三类问题：第一，薪酬问题的规范基础；第二，实证经验；第三，救济。特别是，Bebchuk 和 Fried 只是部分地掌握了公众为何如此关注高管薪酬的原因。其原因并不仅仅在于高管薪酬与其业绩的脱钩，而且还在于薪酬的绝对数量水平，特别是相对于其他社会价值维度而言。作者们或许夸大了他们所见的“根据业绩来给付薪酬”的崩溃的个案，因为他们质疑的许多做法，至少在部分程度上可以用经理寻租之外的因素来加以解释。

问题的关键在于，高管薪酬的“恰当”水平和机制并不清晰。高管，特别是 CEO 的市场具有“单薄”（也就是说，在特定的时刻不存在诸多买方和卖方）、“迟缓”（CEO 的服务并不可分，而且附属于大量人力资本投资而形成的长期职业）和“关系”型（由经年累月的业绩所构成，后者的目标和指标因时而变）特征。因而，高管薪酬并不存在通过查询每天的股票而可辨识的现货市场价格。同时，它还是个“势能”市场，即高级经理人员既运用绝对数量水平又运用相对指标来评估其薪酬。因而，如果要监管这一非同寻常的市场中的潜在的滥用行为，救济措施至为关键。本人认为，对于股权高度分散的大型公司而言，根据年度披露要求，独立董事组成的薪酬委员会必须监督薪酬的确定过程，从而使薪酬的做法及水平获得正当性，这样我们就可以获得更为满意的结果。

（一）规范基础

什么是确定高管薪酬的妥当基础？Bebchuk 和 Fried 对于“根据业绩来给付薪酬”的因果关系笃信不疑。正如他们所言，“我们能够接受当前的、甚至更高的薪酬水平，只要此种薪酬通过其激励效果，确实服务了股东利益”。他们看起来表明，制约着经营层攫取租金的“愤怒的约

^⑧ 本部分内容的再版，获得了 30 Journal of Corporation Law 675 (2005) 的许可。Jeffrey N. Gordon 保留了版权。本部分作者为 Jeffrey N. Gordon，罗培新译。

束力量”,只有当薪酬实践确切无疑地降低了股东价值时,才会发生作用。但在这样做时,Bebchuk 和 Fried 或许低估了普通大众对于高管薪酬心存不满的一个重要原因——也就是说,人们普遍感觉到,高管薪酬水平的确是过高了。

正是薪酬的绝对水平,使 Stephen Jobs 和 Michael Eisner 成为了诸多杂志的封面人物。的确,如果薪酬异乎寻常地高而业绩却低于标准,我们确实会做出反应。但公众的反应并非一定与股东的福利成等比例,而且可能源自于股东福利之外的关切。

请注意,这种情形可能导致 Bebhuk 和 Fried 的观点的重要部分产生混淆:如果薪酬安排的种种伪装,并不在于向董事会或者股东们隐匿高管的薪酬支付水平,而在于向公众隐匿高管的薪酬水平,则其后果如何?如果是这样的话,则势必会削减它们的证据力度。类似地,Bebchuk 和 Fried 认为,传统的期权——也就是不存在某种形式的盯住做法的期权——使经理获得了“最佳的高额租金,引发的愤怒却很少”。然而,这种策略偶尔造就的高管的巨额薪酬给付,已使民怨沸腾,并为改革派广为引用。频频见诸杂志封面的,并不是期权的布莱克—斯科尔斯(Black - Scholes)估值,而是其行权时的数额之巨。转向采用强化薪酬与业绩之间联系的制度安排,将会使那些业绩甚佳的 CEO 们,招致更多的激发愤怒的杂志封面报道。无论其业绩如何卓越,经理究竟值几个钱?

一个更为笼统的看法是,高管薪酬至少运作于两个完全不同的世界中:一个关注的是股东价值的最大化,而另一个则回应着人们关于财富和权力的社会意义的关切。在某一世界中属于理想的策略,却可能未必适合于另一世界。同时引入这两种约束的制度安排,可能会带来互相冲突的制度后果。

(二) 证据

关于 Bebhuk 和 Fried 对于证据的总结的分析,源于以下前提:即使我们假定,设定高管薪酬时的唯一考量因素是股东福利,在抽象的意义上,我们并不知道,高管薪酬设定于哪个水平才是正确的。我们已经放弃了对市场交易的货物予以“公平定价”的中世纪的想法,这种情形也同样发生于高管服务的市场中。这在一定程度上使得某些证据的解读,显得含混不清。

这里面临的具体问题在于：在这个市场中，固定薪酬的恰当水平是什么？Bebchuk 和 Fried 以薪酬与业绩的关联度这一特定的概念展开分析：业绩（以及据其设定的薪酬）只应当根据 CEO 的当前努力及决策为公司增进了多大价值来评估。这种观点假定，薪酬的主要目的，是根据经理们的边际产出而奖励当前经理人员。因而，Bebchuk 和 Fried 认为，数额高企的固定薪酬值得怀疑，他们也提及，此类支付经常通过晦涩难懂的养老金公式及延付薪酬来加以伪装。然而，诸多令人尊敬的劳工经济学文献，将 CEO 的薪酬视为其赢得竞赛的一部分奖励，这场竞赛是众多经理竞争 CEO 职位的一场“锦标赛”。这些文献还认为，将 CEO 此前努力的报酬囊括在内的奖励，造就了组织内部数十年来高管们努力奋发、力争上游的格局。在众多雇员集体努力的过程中，当难以（也就是说，成本高昂）准确地度量每个人的贡献时，就会产生锦标赛的问题；相反，公司承诺奖励“表现最优的”雇员却更容易确定。雇员将其当前的部分隐性工资，用来换取参与下一轮竞逐的机会，以谋求更高的收入和更好的岗位。因而，不难想象，一套理想的 CEO 薪酬计划，也会由大额的固定支付（针对此前的付出）和以激励为基础的构成要素（针对当前的付出）构成。至少在形式上，这与当前的薪酬安排并没有太大的差异。换句话说，对于高管薪酬的相关业绩衡量指标，不仅应当包括 CEO 此时此地的贡献，还应当考虑因为存在此种奖励，公司在经年累月中完成了怎样的业绩。根据这种见解，退休计划及其他固定薪酬要素，或许并不能证明 Bebhuk 和 Fried 提到的保持一定距离的谈判的缺位。

然而，他们主要想表明的是，如雨后春笋般滋长的传统的股票期权，并不像他们所称的那样有着充分的业绩基础……他们认为，存在激励缺陷的期权的广泛运用，证明了董事会并没有在进行保持一定距离的谈判。然而，这一观点无论是在理论层面，还是在反证方面，都存在问题。

1. 针对股票期权的批评：基于理论的关切

首先，Bebchuk 和 Fried 的构想，并未能充分理解运用传统的股票期权所能够实现的以业绩为基础的种种可能性。

试想嵌入于此类[传统的期权]计划的种种或然因素：董事会今年授予的期权数量，明年授予的期权数量，今年授予期权的授权进度表，明年的授权进度表。以业绩为基础的授权，或者另加一层成熟期的规

定。接下来是我们已经提及的或然事件,CEO 可能被停职,这意味着不再授予期权,以及可能没收已经授予但没有行使的期权。由于存在种种或然性,根据传统的期权合同的给付,就与公司的特定业绩产生了密切的联系。

其次,董事会之所以愿意运用传统的期权,除了历史上有利的会计和税收待遇之外,还有其他良好的理由。设计非传统的期权的成本高昂,不仅起草者有这种感觉,而且这些期权所带来的不确定的激励后果也体现了这一点。在一个增速迟缓的行业中,将期权价格盯住标准普尔 500 强公司,可能并不足以给经理团队带来充分的回报。然而,创建一套适当的行业指数,或者把某家公司从一群具有可比性的公司中甄别出来,将使经理人员有动机在其期权指标及更高的增长机会之间套利性地配置资产,将带来妥协的、不确定性的以及可能的不利后果。

量身定做期权以专门奖励公司特定的业绩指标,也会带来问题,这一问题或许可以称为安然(Enron)问题,也就是说,由于高管薪酬更加敏感于股价表现,高管操纵公司收益的欲望越来越强。在传统的期权中,经理人员有动机去提升公司的股价,但也面临着下行的风险。如果他们欺诈而且被发现,他们就丧失了参与市场整体升值的机会。而在指标化的期权中,高管 100% 的增值收益都来自于公司的特定因素;“平均”业绩意味着没有收入。经理攫取了冒进型报表的所有收益,而一旦被抓,他们失去的东西更少。进而言之,如果我们假定,经理从指标化的期权中获益更多,以弥补其在传统期权中的价值损失,则我们已经赋予了经理强有力的动机,他们会千方百计地提升股价。而要缓解这个问题,就必须付出额外的公司内部及外部监督成本,以及额外的公共执法成本。

2. 反证

若干证据与 Bebchuk 和 Fried 的以下观点相违背:经理的寻租行为在高管薪酬中发挥着决定性作用。这一反证述及了董事会和 CEO 的关系,同时反映了公司大量运用传统的期权以补偿非高层雇员。

(1) 增加董事会的权力

或许最强有力的反证是,20 世纪 90 年代公司治理的改善与更高的经营层薪酬支付之间看似自相矛盾的正向关联……一种广泛达成的共识是,无论它们历经了多少失败,20 世纪 90 年代中期至 90 年代末期的

公司董事会,在监督经理人员方面,与此前数十年相比,效果更为明显得多。因而,即使经理权力是高管薪酬节节攀升的主要解释变量,时机也不对。

(2) CEO 更替的情形与日俱增

经理权力的假说,与 CEO 更替频率的增强及该时期内 CEO 平均任职期限的缩短,也无法很好地契合。Booz Allen Hamilton 针对 1995 至 2001 年间全球 2500 家最大公司的 CEO 更替的情形展开了研究,该项研究表明,从 1995 年到 2000 年,CEO 更替的频率翻了将近两倍,而清楚地以业绩为基础的 CEO 的更替,则翻了 3 倍……Rakesh Khurana 运用不同的方法,得出了 CEO 的任期越来越脆弱的类似结论,他指出,“1990 至 1996 年间被委任的 CEO,在同样的公司业绩水平上,被解聘的概率 3 倍于 1980 年之前被委任的 CEO”。

CEO 被更替和解聘的频率增加,这一证据表明,在该时期内董事会针对 CEO 的权力增强了。另外,该项证据还清楚地表明,解职的威胁确实是一项隐含的合同条款,因而为“根据业绩来给付薪酬”增添了一项关键因素。

(3) 相信 CEO 中的超级巨星的价值

当然,对于 CEO 超高的薪酬还有另一种解释:董事会喝了 20 世纪 90 年代的 Kool - Aid 之后,相信 CEO 中的超级巨星能够给公司带来超级的业绩改善……如果董事会认为,一位特殊的 CEO 候选人能够做出最佳的决策,在公司内部营造出极富创造力和生产力的环境,而且董事会依此想法而行事,则 CEO 的薪酬高企,不再令人吃惊。

(4) 运用传统的股票期权的其他解释

关于传统的股票期权的一个重要的证据是,它们广泛运用于高层管理人员之外的群体。有观点运用经营层寻租来解释它们为什么得以广泛运用,但该解释与这种现象并不吻合。Jensen 和 Murphy 的近期一篇文章称,从 1992 年至 2002 年间,典型的标准普尔 500 强公司中的雇员股票期权,无论从价值还是从数量上看,绝大多数份额被授予了排名前五位的高管之外的雇员……这种偏向非高层雇员的倾向,在整个 20 世纪 90 年代不断增长。

对于这种范式,有两种解释比经营层寻租的假说更为理想。首先,

董事会可能会相信,传统期权在激励雇员提高工作效率和增进公司价值方面,大有裨益。的确,通常而言,层级较低的经理人员及其他雇员的工作和决策对于股价的影响甚微。然而,就股价这一焦点而言,传统的期权有助于围绕一个共同的目标,协调雇员各方的努力。其原因在于,“原始的”股价是反映公司经营前景的可靠而普遍的指标……“指标化的”或者“经过过滤”的股价会使得信号更不易观察和验证;对于那些财务知识较少的雇员而言,这一点尤为重要。

传统的期权广泛运用于高层管理人员之外的第二种解释是,董事会可能相信,股票期权的作用是帮助雇员与大股东一起“分享”公司的收益。这种解释与 Bebchuk 和 Fried 支持运用指标化期权的见解并不一致。传统的期权优于指标化期权,其原因正在于期权的诸多价值源于市场的升值,对于接受期权的雇员而言,这份“奖金”源于一般的经济因素而不是公司的特定业绩……如果只有股东也能获益,利益相关人才能受益于传统的期权(不同于指标化的期权),则为什么不与雇员分享这份奖金呢?

(5)一段相反的历史

高管股票期权的起步阶段,经历了一段在某些重要方面与经理权力假说格格不入的历史。其中一部分与敌意收购相关,而另一部分则关乎网络泡沫。

首先,就与敌意收购相关的部分历史而言,20世纪90年代的大额股票期权的授予,至少在部分意义上是因应州法变革的适应性机制,后者赋予经理和董事会越来越大的权力以抵制敌意收购。一般说来,许多人相信,大额股票期权的授予,会使股东与经营层的利益保持一致,进而替代了公司控制权市场,制约着经营层的代理问题,从而改善了股东福利。说得更为具体一点,股票期权加入了解职补偿安排或者“金色降落伞”,这样,一旦“控制权发生变更”,期权立即成为既得权利,而这些期权原定在数年内才能成为既得权利。在收购要约不期而至的关键时刻,此类条款被认为能够使经营层与股东的利益保持一致。股票期权能够发挥理想效果的这种想法,已经被证明最多只是部分正确,但这并不妨碍期权支持者对其的青睐。

第二段相反的历史,是20世纪90年代的高科技与网络热潮对于高

管薪酬的影响。那些“新经济”公司、特别是高科技和网络创业公司,以大额股票期权的授予取代现金支付,从那些根基牢固的公司中挖来高层经理,而且这种手法越来越成功。在那个高科技与互联网欣欣向荣的年代,授予的这些期权极富价值。20世纪90年代,由于股票期权日益成为薪酬计划的重要组成部分,新经济公司的薪酬安排对于其他公司产生了强烈的影响。由于会计处理方面的有利条件,股票期权的授予看起来能够以更低的成本增加薪酬,而且争夺人才的压力推高了股票期权的数额。20世纪90年代新经济公司与日俱增的薪酬所带来的影响力,与2000年网络泡沫破灭之后高管薪酬的下挫一脉相承。

(三)救济

在我们开始着手这样一个重大的变革[采纳 Bebchuk 和 Fried 提出的公司治理的建议——编者注]之前,评估一番或者可能的话强化既有的公司治理措施,是值得的。高管薪酬的设定所面临的问题,是公司法框架内的系列问题的一部分,这些问题发生于公司受托人(经理和董事)与公司缔结了合同和交易的情况下,而彼时他们的利益与公司利益并不一致……特别是,州法院、尤其是特拉华州的法院在推敲适当的实践中的信义标准时,通过提高警觉性,可以强化董事会决策程序。修订当前的 SEC 规则,更好地披露各种薪酬来源的“最终”数额,特别是退休金和延付薪酬,并且根据期权支出的预期效果来更新披露信息,这样应当可以强化信息的披露。特别是,SEC 应当要求在委托投票征集材料中纳入由薪酬委员会成员签名的“薪酬讨论及分析”(CD&A),后者简要地披露了高级管理人员的薪酬最终数额,以及相关解释及理由。

薪酬委员会(或许在没有薪酬委员会的情况下,公司中承担该职责的独立董事)应当在其投票委托书中置备“薪酬讨论及分析”。这份“薪酬讨论及分析”应当:(1)解释公司的高管薪酬哲学;(2)收集、归类并且总结排名前五位的高管的薪酬构成要素;(3)说明已支付薪酬的支付理由;以及(4)由薪酬委员会成员(或者视情况由独立董事)签名。换句话说,对于每一位身份确定的高管,“薪酬讨论及分析”应当分别提供一份散见于投票委托书及年度报告的薪酬的不同组成部分的最终数额评估,并且将其汇总,然后根据岗位职责、公司所处的特定行业、实际业绩以及被认为相关的其他因素,提供薪酬支付的理由——简而言之,要解释为

什么薪酬委员会认为该薪酬是正当的。作为薪酬委员会设定薪酬的工作机制的一部分,薪酬委员会成员应当在该报告上签名。

出于以下两个原因,这种披露是重要的:第一,在通常情况下存在董事会特权的领地,它增强了针对股东的责任心;第二,它有利于吸取来自社会的有关薪酬设定的意见和建议。

Bebchuk 和 Fried 也希望董事对股东负责,因而支持扩大股东提名董事的空间。“薪酬讨论及分析”通过另一种方法,即针对当下问题提出更有针对性的方法来达到增强责任心的目的。它迫使被专门提到的人,即薪酬委员会的成员公开表态,“这是我们打算支付给高管的薪酬,它是合理的,其原因在于……”当然,由于“薪酬讨论及分析”本身即为已经作出的商业判断,应当不存在任何责任风险。但其面临的潜在声誉风险却相当之高,而这也正是其力量所在。声誉利益攸关,至少体现在以下两个方面:第一,董事承担的风险包括,该报告的知情者会认为,这些董事被 CEO 和其他高管所“俘获”。人们因此可能认为,这些董事行事不再敏锐,同时可能会伤及其正直的名声。第二,董事一旦批准了一些股东认为过高或者不合理的薪酬,这些董事会成为股东“直接说不”的运动的靶子,其连任将面临困难。以这种方法被踢出局,更不用说遭到大量的反对投票,将令人十分尴尬。

(四) 股东批准

解决经理及董事会所面临的利益冲突问题的一种经典方式是,在全面披露之后要求股东批准……在高管薪酬方面,此种“批准”至少可以分为以下三种类型:(1)在具体的薪酬合同生效之前,股东对其进行全部或者部分的批准;(2)在笼统的薪酬计划(如股票期权计划)生效之前,股东对其予以批准;(3)在具体的薪酬合同生效之后,股东予以追认。在当前的安排中,股东投票以批准高管薪酬,通常局限于第二种类型,即在股票期权及其他以股票为基础的薪酬方案生效之前,股东予以批准。

在评估当前关于股票期权及其他以股票为基础的薪酬计划的股东投票制度时,重要的是要明白股东批准通常针对薪酬计划的整体问题,而不针对特定雇员的期权和股票奖励。在薪酬计划中,董事会和薪酬委员会通常拥有授予此类奖励的广泛权利。公司出于监管需要和公司法

的种种考量,才会将薪酬计划交给股东表决[例如,税法关于应税数额抵扣的要求,证券交易所的上市要求,以及一些州的公司法的要求——编者注]。

股东就股票期权进行投票,迥异于第一种类型的批准——在具体的薪酬计划生效之前,股东对其予以审查并予批准。股东此种细致的介入,对于公众公司而言行不通。试想一下,某公司正打算从另一家公司挖一位高级管理人员。如果因为不确定因素及股东的反对投票可能带来的困扰而导致无法提供确定的合同安排,将大大影响挖人的效果。对于现任高级管理人员而言,股东反对拟议的薪酬计划,有可能导致高管辞职,特别是对于那些声誉最好(因而另谋它职的可能性最大)的高管而言,这种可能性最大。

2002年,英国采用了第三种类型的批准方法,即股东对“董事会关于薪酬的报告”进行表决,这种强制披露的方法类似于“薪酬讨论及分析”。股东的“劝告性”投票,相当于对薪酬委员会的工作进行信任投票,该投票集中关注的是,根据业绩及其他因素高管的薪酬水平是否妥当。尽管反对票并不会导致任何合同或者其他薪酬安排无效,但此种公众力量的负面表达,会导致各方“自愿地”重新协商,并对公司的薪酬设定程序进行修补完善。另外,为了避免引起公众反弹,公司在制定高管薪酬过程中或许更加愿意听取大股东意见,并尽力避免提出看起来数额过高的薪酬议案。

这里的一个问题在于,股东的这种劝告性投票,在多大程度上增强了相关人员的责任心?在回答这一问题时必须记住,美国和英国至少存在两个重大差别。首先,英国比美国的公司股权集中度更高;相对较少的英国机构投资者持有6%的公众公司股权,而且英国对于此类股东合作情形的监管,其繁杂程度大大低于美国。其结果是,英国的机构投资者更有能力以正式或者非正式的方式集体行动,而且更长于此道。

第二个区别在于,美国的机构投资者已经形成了一种做法,即如果它们的目的是公开反对公司的具体行为,则会在董事的连任表决中“直接投反对票”……如果他们对“薪酬讨论及分析”报告不满意,他们很容易采取此类行动来反对薪酬委员会。换句话说,如果股东劝告性投票的目标是严格地提升股东的话语权,则在美国,机构投资者的分散状况会

使这一效果大打折扣。而如果其目的是提供一种渠道,以更广泛地动员公众和精英发表意见,则“直接投反对票”的、目标明确的意见表达,或许同等有效。因而,考虑到现有的披露制度,美国已经拥有了与英国劝告性投票功能大体相当的股东机制。增加“薪酬讨论及分析”报告之后,股东所拥有的与劝告性投票相类似的功能甚至更为强大了。

如果“薪酬讨论及分析”的要求以及其他程序性改革,在历经了5年的试验期之后,看起来收效并不明显,则股东对于“薪酬讨论及分析”报告进行劝告性投票,将是具有吸引力的下一步举措了。它的吸引力甚至超过笼统扩张股东提名董事的权力。

五、无须考虑业绩的薪酬支付及经理权力假说:一项评论^⑨

从一个更为宽泛的视角来考察高管薪酬,这无疑是一个极好的想法。激励理论经常在如何落实各种想法的不切实际的假定之下,关注什么是理想的安排。本人也赞成 Bebchuk 和 Fried 的著作(以下简称“该著作”——译者注)对于当前高管薪酬安排的种种批评,特别是为了掩盖薪酬计划的总成本或者为了规避监管,而往往显而易见地扭曲薪酬计划。正如作者所称,透明度是一个需要绝对优先考虑的事项,尽管正如本人随后将会提到的,它本身也有成本。作者倡导的另外一个重要的变革是,增加高管的持股时间长度,并且防止高管策略性地选择出售时机(正如他们现在所做的那样),从而降低薪酬的变现频率。该著作认为,薪酬缺乏透明度及变现过快,足以证明高管对其自身薪酬的影响力过强。

然而,从单纯地批评高管薪酬,到作者得出主要的结论,即需要对公司治理进行“一揽子”改革,已经是一项巨大的飞跃了。高管大权在握,也有好的理由,并非总是坏事,而该著作却未能认识到这一点。该著作关注的权力失衡并非近期的事件;它已经存在了数十年。在高管薪酬过

^⑨ 本部分内容的再版,获得了 30 *Journal of Corporation Law* 703 (2005) 的许可。本部分作者为 Bengt Holmstrom, 罗培新译。

高的背景下,对股东决策权进行重大变革的提议,往往太富于吸引力,以至于根本没有考虑到此种变革对于整个制度会带来怎样的影响。我们需要在一个更大的历史和制度背景下,来审视近期发生的公司治理的重大变革。我们必须理解,为什么现在看来“存在致命缺陷”的制度,在丑闻爆发之前能够数十年来运行无碍。为什么高管薪酬问题会爆发于20世纪90年代,而不是更早的时期?自从20世纪80年代以来,高管似乎被抢走了部分权力。关于当前高管薪酬弊病丛生的理论,最好解释一番为什么高管薪酬水平在20世纪90年代的10年间增长了4倍,而不是发生于20世纪60年代这个股票市场蒸蒸日上的更早的时期。权力理论自身也不符合这一时点检验标准。

权力假说看起来未能通过第二次重要的检验,即比较制度的检验。本人几乎没有发现证据表明,封闭公司(如家族企业)的高管薪酬范式与公众公司明显背离。本人无法提供系统性的证据;本人将会提供一则轶事证据,作者本来有责任来研究该项证据。权力的悬殊使得家族企业成为了一个明显的控股集团。

(一)一则轶事证据

本人将从一则轶事证据入手,来解释本人为什么认为该著作的以下基础前提非常具有误导性:董事会应当与高管进行保持一定距离的谈判。本人在妻子的家族企业中担任董事长长达16年之久。这是一家封闭式的全球公司,总部设在芬兰,拥有3000名雇员和10亿美元的年收入。该公司聘有一名外部的CEO,但家族控制着董事会,并且持有超过95%的股权。董事会主席是本人的姐夫,也是该公司的前任CEO。本人觉得,可以安全地说,该公司并不会面临Bebchuk和Fried认为的至关重要的代理问题。然而,该著作把诸多薪酬范式归因于CEO的强权与董事会的孱弱这种种不利因素的综合作用,但这些范式也可见诸于这家相当成功的家族企业。在确定CEO的薪酬时,我们考虑了若干因素。例如,我们听取薪酬顾问的意见。我们研究规模类似的其他公司的薪酬水平。我们研究CEO的奖金和工资的组合。我们询问薪酬顾问,他们认为适当的薪酬是多少。我们询问CEO,他希望获得多高的薪酬,希望如何支付。我们的确关注激励效果,但最终我们还是严格遵循通常的做法。CEO既拥有期权,也拥有奖金计划,其中奖金与公司的战略目标相挂

钩。目前,我们按照百分位的高端向其支付薪酬,因为我们认为让他觉得获得了赏识,这是重要的。所有的一切说完并且做完之后,它看起来非常的四平八稳。为什么我们如此缺乏想象力?在历经30年的薪酬和激励研究之后,难道本人没有更好的主意了吗?

本人的回答分为三个部分。首先而且是最为重要的是,我们想避免陷入保持一定距离的谈判。薪酬是一个敏感话题。我们的基准是,将可能会引发争议的谈判从议程中排除出去。如果我们错了,我们宁可在慷慨的这头多犯一点错误。其次,我们已经尝试过在薪酬结构方面更富于创造力,包括运用相对业绩衡量指标。但高管并不特别喜欢运用相对业绩衡量指标,再次,我们觉得,迫使对方接受指标对于我们而言,其实得不偿失。最后,年复一年的设计激励办法的经验,使本人对于过多的尝试保持审慎的态度。而经常会发生预期之外的后果,这一定律常常使我们大为惊讶(当然,我们自身也犯了错误),而且当这一结果发生时,它会带来沉重的挫败感。毕竟,遵循标准和依赖外部智识并不算太坏——让他人成为试验品。

当然,这一个案的证明力并不普遍,但如果本人的经验与绝大多数家族董事会的经验迥然不同,则本人将非常吃惊。本人可以非常自信地说,在绝大多数公司中,无论它们是公开公司还是封闭公司,CEO的薪酬都绝不可能通过保持一定距离的谈判来确定。但这并不意味着董事会应当迁就CEO的任何报价。基准化及遵循内部的标准,可以很好地防御过于贪婪的要求。最大的过度薪酬给付发生于那些运用了异常结构(运用超高股票期权的授予,即为适例)以及没有妥当遵循基准的公司(Oracle, Siebel Systems 和 Apple 是三个例子)。鉴于此,奇怪的是,美国智库 Conference Board 近期关于高管薪酬的专业小组建议,董事会应放弃基准,在适当之处运用其自身的判断。本人知道,没有人可以不用参考可比较的产品或服务的价格,而仅仅通过审视某一产品或服务的内在价值,而可靠地判断其经济价格。为什么高管市场就应当与众不同?

(二)是什么解释着薪酬的水平

如果不是20世纪90年代股票期权的运用呈激增态势,而且薪酬水平翻了4倍,我们也不会在这里探讨高管薪酬问题。过度的高管薪酬支

付已经让公众与政治家们极为失望。

看起来令人困惑的是, Bebchuk 和 Fried 对于薪酬水平的阐述是如此之少。他们经常回到以下主题, 即高管可以攫取租金, 因为薪酬并不是通过保持一定距离的谈判来确定的, 但对于他们而言, 薪酬结构的扭曲是更严重的祸端, 而且是高管权力的更具说服力证据。或许原因之一在于, 判断薪酬水平是否过度并不容易。Himmelberg 和 Hubbard 以及 Murphy 和 Zbojnik 运用了诸多模型和经验证据来证明, 薪酬的快速增长可以被理解为是市场对高级管理人员的需求上升。我们必须注意的是, 在 20 世纪 90 年代的后半期, 高管在其传统的岗位之外还有诸多有利可图的机会——例如, 作为热门的风险投资或者并购市场的投资者或者合伙人, 或者自主创业。

尽管本人也认为, 市场对高管人才需求的增长是其薪酬激增的部分原因, 但本人仍然难以相信, 单凭这一点就可以解释高管薪酬在 8 年间翻了 4 倍。高管市场并不是一个常态意义上的劳动力市场。首先, 有观点认为, 市场上有许多水平接近因而可以互相替代的 CEO, 他们应当会把薪酬保持在一个低得多的水平, 这是一种误导性的观点。或许市场上的确存在诸多潜在的替代者, 但董事会不知道替代者是谁, 也不知道他们在哪里。在这种情况下, 一鸟在手胜过十鸟在林。一位表现不错且得到信任的 CEO, 与第二位次优选择的 CEO 相比, 其价值可能高过数十亿美元。

问题的关键在于, 在高管和股东关于薪酬的预期水平之间, 经常存在一个巨大的裂痕, 这种裂痕或许是心理上的, 也或许是真实存在的, 但无论如何, 它给薪酬的均衡水平带来了不确定因素。我们必须以某种非常规的方式来确定该水平。基准化不失为一个良好的机制选择。高管市场尽管不是一个通常意义上的竞争性市场, 但鉴于高管有能力了解其他高管在类似情况下能够做些什么, 由此也会带来重要的竞争元素。如果高管获得的薪酬低于他们基于可比较的数据认为应获得的数额, 则会导致士气低落。在普通工人身上, 这种情形也极好理解。无论是底层的蓝领工人还是 CEO, 在薪酬给付不足时, 他们都会另觅他途来找回平衡。

为什么高管薪酬在 20 世纪 90 年代迅猛增长, 其中一个显见的疑惑是基准化。它本身无法单独解释薪酬的迅猛增长, 但如果面临突然的外

部冲击,基准化也会导致薪酬迅速增长。那些冲击是什么?在本人看来只有一种可能,即股东价值的增长,首先体现为20世纪80年代的敌意收购,后者促使公司大量运用股票期权。的确,我们知道,高管薪酬增长的绝大部分源于股票期权。这样做的基本想法是,使CEO的激励与股东利益保持一致。回想起来,这种想法看起来有些天真,因为越来越多的证据表明,股票期权带来了短期行为,而且在许多情况下造就了赤裸裸的欺诈。然而,我们也不应当忘却,股票期权在改变高管的想法、并使其尊重股东价值方面,也发挥了重要的作用,后者对美国公司的结构性重组做出了重要的贡献。尽管如果更好地配置激励或者对公司治理机制进行更好的改革,本可以避免后来发生的公司丑闻,但我们同时也必须明白,一根筋地追求股东价值,也就是一根筋地追求狭义上的股票价格最大化,也会随之产生大量的成本。在评估公司治理改革议案时,新的价值多元的代理模型所阐明的激励失衡的教训,值得记取。

(三) 薪酬支付的结构

作者集中关注的是薪酬支付的以下种种特征,他们认为这些特征与“正式的”代理理论并不一致,但与权力假说却一脉相承。有时,它被认为是两种理论之间的竞争,但事实上这种说法非常具有误导性。权力假说并不是一个完备的理论,而是一个尚待定型的新的见解,同样地,代理理论不是一套单一的理论,而是一个宽泛的架构,时至今日,它包含诸多分支理论,而且各自的见解存在相当大的差异。

试着想想关于伪装的探讨。……已有的证据表明,高管薪酬经常被构造成掩盖了对股东的真实成本……但高管权力应当在多大程度上为这些做法负责?由于人们对高额薪酬的愤怒已经开始影响着董事会,薪酬计划看起来被扭曲得更为厉害了。与以上分析相一致的是,Singh运用的一个理论模型表明,地位更为稳固的董事会,对其市场声誉更不在意,与那些更为敏感于股东压力的董事会相比,它们更少采取伪装行动。地位稳固的董事会付给高管的薪酬更高,但不会把合同扭曲得那么严重。而此种扭曲是否比更高的薪酬更为糟糕,则是一个实证问题。考虑到作者如此关注合同的扭曲,在他们的讨论过程中,本应当格外关注隐含的激励问题。

对于职业前途的关切,会带来强烈而反向的激励,特别是当薪酬的

各项构成要素之间的透明度参差不齐之时。鉴于此,些许的透明度比没有透明度还要糟糕。这已经超出了学术研究的范畴,而应当在探讨政策时予以认真考虑。我们应当审慎对待以业绩为基础的期权及其他基于会计目标的薪酬方案的议案。它们往往会使薪酬更不透明,因为公司并不愿意披露其准确的目标。另外,会计数字比股价更容易被操纵,我们在20世纪70年代的时候认识到了这一点,如今人们提议的以业绩为基础的这类薪酬计划,彼时已经风靡一时了。20世纪80年代之所以市场转向股票期权,部分原因即在于对这些计划不满。

该著作对期权的设计方式持批评态度。认识到期权的设计存在种种错误,这并不困难,但人们应当记住,世界上本没有完美无缺的激励计划,而且错误往往是随着时日的推移而逐步显现出来的。股票期权的优点在于,它们能够以低于股权的成本提供强有力的激励,但与股权不同的是,期权的激励对于股价的变动非常敏感。期权在诱使高管进行提升价值的变革方面特别有效,这些价值的提升既看得到,又容易被识别出来。例如,获得期权之后,高管就拥有强烈的动机来卖出公司的低效资产。本人相信,股票期权在平滑交易和重组公司方面,表现得非常出色。

而一旦高管的行为与股价的关联度变得更不明晰,期权会变得问题丛生。当已经做出了显然会增进价值的决定,而且其目的在于赋予高管持续的激励以改善公司的长期价值时,则直接赋予高管股权或许更为合算,例如,运用受限制的股份即可达此目的。

该著作认为,激励计划从市场整体的股价涨跌中获得意外收益,以及该计划明显缺乏相对业绩评估标准,对此应持格外批判的态度。根据传统的代理模型,理想的激励计划应当过滤掉那些给业绩的计量带来噪音的种种因素。指标化的缺失再次被视为证明了高管对薪酬的支付拥有权力。出于以下两个原因,本人对这种观点表示怀疑。第一,早在人们关注高管的薪酬制定权力之前的数十年来,研究激励的理论家一直受困于相对业绩指标运用的缺失。第二,家族企业看起来并没有运用相对业绩评估方法……第三,更难以解释的是,素以创造性的激励制度设计著称的杠杆收购公司,为什么也没有运用显性的相对业绩激励指标。经理权力假说在解释指标化的缺失时,看起来无论在时机方面还是在比较制度的标准方面,均告失败。公司之所以不愿运用相对业绩评价标准,

一定另有原因。

在更早之时,笔者提到,其中的一个简单原因在于,人们难以评价指标化的期权合同。另一个重要的原因在于,相对业绩评估标准改变了相对价格,因而扭曲了决策。如果 John Browne[英国石油公司的 CEO——编者注]的激励薪酬与石油价格的震荡无关,则这势必影响其关于开采石油的判断,同时也会影响其对石油价格波动的反应。甚至是与其他石油公司的比较,或者股票市场的整体状况,都会影响他的风险选择。最后,根据历史业绩做出的判断,可能已经包含了非常明显的相对业绩的评估。高管们在意其身后的评价,也希望良好的评价能够长驻人间,而这两者均取决于相对于其他公司而言其业绩究竟如何。对于隐性的相对业绩评估的关切,经常表现为羊群效应。

笔者相信,高管薪酬激励计划的最大问题在于变现过快,该著作的作者也适时地强调了这一缺陷。CEO 一向可以过早地不受其地位的羁绊,而且拥有太多的自由裁量权,这引诱着其中的一部分人去操纵股价……笔者更不关注高管通过重新定价或者会计数据的重新配置而获取的收益,因为在许多情况下,它们是最佳的安排;更大的问题是,重新定价及类似的复杂薪酬策略中缺乏透明度。

要一体解决透明度缺失、重新定价和变现过于频繁等问题,笔者的建议是授予的期权或者股票的数量少一些,次数多一些,比如说,每季度一次……同时预先规定出售每一部分的时点,以降低操纵收益的诱惑。

(四) 权力平衡的变更

Bebchuk 和 Fried 的著作中提到的一个最为重要的问题是,是否应当赋予股东干预公司决策的自由。

其中的一些观点听起来不无道理,但该分析的最大问题在于,它并没有试图去理解董事会的作用,也没有考虑董事会自身扮演着高管和股东之间的桥梁的角色。与近期关于公司治理的众多讨论类似的是,该著作看起来反映了一种观点,即董事会应当是警察,他们监督着高管的所作所为,而且在高管试图偏离股东价值最大化目标时出手干预。

这是一种关于董事会的作用的狭义理解。董事会承担着种种不同的职责,其中一些职责之间还存在紧张关系。例如,笔者认为,我们有很好的理由认为,从历史上看,监督高管的薪酬向来不是董事会的主要职责。如

果董事会的主要职责是确保高管不会携着公司资金潜逃,那么董事会就应当由擅长识别欺诈和其他违法行径的会计师和律师组成。

CEO 和其他拥有经营专长的人士任职董事会,其原因在于,他们更能够认知公司的战略,并且更能够理解经营层会对公司战略作何安排。当 CEO 退休或者公司陷入困境而董事会必须判断现任经营层是否具备摆脱困境的能力时,这种认知能力特别重要。对于董事会而言,这些时刻至关重要。董事会的首要职责是确保自己拥有做出这些重要决策所必须掌握的信息,并且运用这些信息来做出判断。绝少人能够理解这项工作多么富有挑战性。其不确定性程度非常之高,保持知情的成本非常之高,而犯错误的代价同样非常高昂。

公司的分析人士和外部观察人士,就像体育赛事的旁观者那样,一旦情况开始变糟,便迫不及待地接下来说来应当如何如何。他们通常希望看到 CEO 的解职大大早于实际发生之日。他们认为董事会行事过于消极,但这种表面现象具有欺骗性。要搞清楚外部因素已经产生了什么影响,以及当前的经营层承担着什么职责,不仅需要时间,还需要正确的信息。

至关重要的是,董事会要及时收集此类信息,而不是等到危机爆发之时才予以着手。而董事会要获取信息,就必须与经营层建立信任的关系。如果董事会过于追根究底,并且开始追问经营层的一切行为,那么,很快地,董事会将无法获得最为关键的信息——只有经营层相信董事会明白该如何传达信息,以及该如何运用信息之时,才会主动提供他们一直守口如瓶的信息。如果经营层担心董事会将过度干预时,他们会保守这些信息。聪明的董事会将留给经营层足够的空间,以换取此类信任所带来的信息。的确,只要经营层无须担忧董事会的过度干预,它就敢于使董事会保持知情的状态,以防止遭遇不利的事件。

对于外部人士而言,要区分董事会的以下两种状况并不容易:董事会因为受到俘获而行事消极,以及董事会因为仍在尽力搞清楚事实真相,进而决定采取何种正确的行动,而显得似乎行事消极。因而,这里的两大沟通难题,董事会必须善于面对:首先,它必须获得高管的信任,以获得做出明智的决策所必需的信息。其次,它必须获得投资者和股东的信任,以运用它已经掌握的专业知识。在诉讼之风盛行的今天,来自股东和投资者的压力是如此之大,以至于董事会在运用其专家信息方面,

经常困难重重。我们近期已经看到,CEO 被解聘的比率骤然提升,这表明,尽管股东不能直接干预公司事务,但董事会对于外部压力已经变得敏感得多。

取悦的问题,在公司和政治背景下均多有分析。再一次地,取悦表明人们对其声誉的关切,而后者最终扭曲了决策。如果赋予股东更大的干预权,从而给董事会和高管进一步施加了压力,则可能会恶化取悦的问题。而要评估这些效果的优点,并不容易,但我们不能像 Bebchuk 和 Fried 所做的那样,将它们弃若敝屣。我们的理论清楚地表明,而且证据也充分地支持了取悦的逻辑和优点。

六、授予股东关于高管薪酬的权力以及众议院第 1257 号“股东关于高管薪酬的表决法案”^⑩

在谈及高管薪酬问题之前,值得指出的是,在过去 15 年来,美国的经济、特别是美国的公司表现极为出色,而也就是在此期间,美国的公司治理及 CEO 薪酬一直备受责难。也就是在那个时期,美国经济的生产率无论是绝对值还是相对于其他发达国家的相对值,均迅速增长。另外,美国股票市场的表现亦可圈可点。

因而,当你论及 CEO 及高管的薪酬问题时,请记住,务必本着以下出发点:总体而言,在创造生产力的增长及股东回报方面,美国公司及其高管一向非常成功。

(一) 如何计算 CEO 的薪酬

有两种指标可以计算 CEO 及高管的薪酬。遗憾的是,人们却经常以误导的方式来运用这两种指标,而且经常带来混淆。

第一种指标是 CEO 薪酬的估算或理论价值。它包括当年度 CEO 的工资、奖金、已发行的受限制股票的价值以及发行给 CEO 的期权的估

^⑩ Steven N. Kaplan 在美国众议院金融服务委员会的证词(2007 年 3 月 8 日), <http://www.chicagobooth.edu/pdf/htkaplan0308071.pdf>。本部分内容的再版获得了许可,本部分作者为 Steven N. Kaplan,罗培新译。

算或理论价值……在计算当年度董事会预期给予 CEO 的价值时,这种指标很好。但它并不是计算 CEO 实际到手的金额的指标。CEO 获得了工资和奖金,但并未从期权中直接获得现金。因而,这种指标并不适于研究 CEO 是否根据业绩获得了薪酬。

第二种指标是已实现或者实际的 CEO 薪酬。它包括当年度 CEO 的工资、奖金、已发行的受限制股票的价值以及 CEO 已经行使的期权价值。由于它运用的是实际期权收益(而不是理论价值),第二种指标是计算 CEO 在特定年份实际获得的金钱的数额的好办法。因而,这种方法更适合于研究 CEO 是否根据业绩获得了薪酬。

(二) CEO 薪酬的真实情况如何

从 1993 年至 2000 年,CEO 的薪酬大幅提升。然而,自 2000 年以来,CEO 的薪酬却没有增长。从一些指标来看,它甚至已经下降了……CEO 的平均薪酬在 2000 年达到峰值,自那以后下跌了将近 1/3。CEO 薪酬的中值在 2001 年达到峰值,自那以后略有下降……[数据显示,这里略去的数据表明,无论是估算的还是实际的 CEO 薪酬,均大大高于中等家庭的收入——编者注]

(三) CEO 独一无二,抑或不同寻常

尽管自 2000 年以来,估算的和实际的 CEO 的薪酬已经下降,但显而易见的是,CEO 属于高薪群体,而且自 20 世纪 90 年代以来一直非常成功。这里的一个重要问题是,为什么在获取薪酬方面,他们能够做得如此之好?薪酬的增长是市场力量驱动的结果吗?或者,正如批评人士所称,薪酬的诸多增长归因于不道德的行为以及 CEO 与其董事会之间的友好安排?尽管此类行为确实发生过,而且在某些情况下将继续发生,但优势证据却表明,市场力量是 CEO 薪酬高企的驱动力。

例如,Gabaix 和 Landier 认为,可以用市场力量来解释 CEO 薪酬的增长。在一个简单的竞争模型中,他们表明,随着公司规模增大,CEO 获得的薪酬也增多。随着公司规模增大,能干的 CEO 创造的价值也越多。在一个竞争性市场中,随着公司变得越来越大,CEO 的薪酬也被拉抬上去。在他们的模型中,随着时日的推移,CEO 的薪酬增长比率正好等同于经济社会中的一般公司的增长比率。换句话说,公司规模越大,聘用营利能力更强的 CEO 所带来的回报就越高。然后,他们还以经验

数据表明,自从20世纪80年代以来,大型美国公司的市值已经增长了4至7倍。正如他们的模型所预测的,在同一时期,CEO的薪酬也以类似的倍数增长。

主张市场力量的观点还暗示着,其他类似的个人,在同一时期也应当做得非常出色。笔者与同事 Josh Rauh 共同研究了这一问题,发现了与此相一致的证据。在CEO们做得非常成功的同时,其他若干幸运而聪明的群体同样极为出色。其中的一些群体甚至超过了CEO。

这些图表的要点在于[这里略去的图表比较了CEO的薪酬与其他行业的收益——编者注],尽管CEO们赚得盆满钵满,但在这方面他们并非独一无二。其他拥有类似背景和天资的群体(特别是对冲基金和私募股权投资者,投资银行家和律师),在过去10年或者15年间,至少表现得同样出色。看来,高端人士的薪酬的增长是系统性的。因而,我们已经看到,过去数十年来人们的经济不平等呈整体上升态势,其中,不断增长的CEO薪酬看起来只是其中的一部分(但不是其原因)。毫无疑问,其他群体的薪酬,也受到了市场力量的驱动。考虑到那些趋势,看起来CEO的薪酬增长,也主要是受到了市场力量的驱动。

那些市场力量是什么?我们的最佳判断是,技术的变革使得那些最为幸运且最为聪明的人,得以提升其相对于同辈的生产率。这看起来能够部分地解释(如果不是很多的话)专业运动员的薪酬增长(技术使他们获得了更多的消费者,从而增进了他们的价值)和华尔街的投资者和CEO的薪酬增长(技术使他们更有效率地获取信息和进行大额交易)。

(四)CEO是否根据其业绩而获取薪酬

批评人士认为,CEO并不是因为良好的股票业绩而获得薪酬。但这种批评完全不正确。在某些情况下,批评人士混淆了理论薪酬——董事会给予CEO的估算薪酬——和实际薪酬。这里关键的问题在于,表现更好的CEO是否获得了更多的实际薪酬。答案是肯定的。

笔者与同事 Josh Rauh 从 ExecuComp 数据库中,以年度为单位,选取了1999年至2004年间的所有公司,并根据其规模将其分为十大类别。我们之所以这样做,是因为人们普遍认为高管薪酬与公司规模息息相关。更大的公司的确支付更高的薪酬。在各个年份的各个规模的公司群体中,我们又根据CEO实际获得的薪酬,将其分为十个类别。然

后,我们再研究过去5年间每一类别的股票相对于其行业的表现。

实际薪酬与公司的股票表现高度相关。CEO实际薪酬位于百分位顶端的公司,其业绩超过行业平均水平达90%。CEO实际薪酬位于百分位末端的公司,其业绩低于行业平均水平将近40%。如果我们研究过去3年或者4年的公司业绩,结果大致相同。

毫无疑问,在美国,典型的CEO的薪酬是根据其业绩来支付的。

(五) CEO 是否因业绩不佳而被解聘

批评人士指出,董事会对于经营层过于友善。事实真是这样吗?笔者和Bernadette Minton研究了1992年至2005年间财富500强公司的CEO的更替。我们分析了所有的CEO更替的情形,既包括内部人员更迭,也包括由于公司收购和破产而导致的CEO被更换。然后我们着手研究CEO的更替是如何因公司业绩变化而变化的。

研究结果得出了两种范式。第一,自从1998年以来,CEO更替的水平显著高于此前针对以往时期的研究所揭示的水平。现在,CEO这份职业比以往风险更高了。第二,CEO的更替与公司业绩不佳存在显著的关联。

底线。自从1998年以来,CEO的年度更替比1970年以来的任何时期都要频繁。CEO面临的职业风险更高了。与此同时,董事会发起的CEO更替,与行业的整体股价表现及该公司相对于行业平均水平的股价表现显著相关。换言之,CEO面临着明显的业绩压力。这与公司治理制度相一致,从1998年至2005年,董事会比以往任何时期都更好地履行了其监督职责。

(六) 法律要求进行不具有约束力的股东投票,这是不是个好主意

已经报道的事实对以下观点提出了质疑:CEO薪酬过高,CEO没有根据其业绩来获得报酬,公司董事会被CEO所操纵。事实上,证据显示,就此而言,美国公司中优秀的CEO所获得的薪酬不足。另外,美国经济及美国股票市场的表现与一套运行良好的制度相一致,而不是与一套运作糟糕的制度相吻合。

现在,我们来看看眼下的规则,以及法案将带来什么改变。根据当前的规则,股东可以要求公司在其年度股东大会的代理委托书中,就高管薪酬进行不具有约束力的投票。事实上,今年股东向公司提起的此类

议案超过了 50 起。由于此类议案要求股东有所行动,它们通常会提供一些高管薪酬表现糟糕的证据。

收到此类议案的公司拥有两个选择。它可以赞同该议案,然后进行投票。或者公司不赞同该议案,在这种情况下,公司可能会面临负面的社会评价和关注。因而,根据当前的规则,当股东相信公司存在薪酬问题时,股东可以举行投票或者制造公司的负面影响。而当公司没有问题时,彼此相安无事。

相反,众议院第 1257 号法案却强制要求每家公司每年均举行不具有约束力的股东投票,以批准高管薪酬。存在问题的公司必须举行投票,而且或许会面临不利的投票结果。然而,根据当下的规则,公司所面临的后果也大抵如此。因而,新的法案究竟能够带来什么利益,其实并不清楚。

与此同时,该法案要求不存在问题的公司也要举行投票。这可能会给那些公司和董事会带来当前制度下本不会产生的成本。它可能使这些董事会和公司面临在当前制度下本不会产生的来自利益集团的更大压力。我们可以想象一下,那些具有政治倾向的股东将试图在其投票中发表政治声明。

要求每家公司都对高管薪酬举行股东投票,可能会使公司更难以从外部聘任 CEO。尽管公司的董事会和 CEO 候选人能够认可某项薪酬合同符合市场行情,但股东投票结果的不确定性,以及接踵而至的社会关注,可能会吓退某些候选人。

因而,该法案的成本显而易见,但却没有明显的收益。

当前的制度有两个方面值得予以置评。首先,SEC 发布的有关披露高管薪酬的新的规则,正处于实施的过程当中。这些新规则增强了投资者和董事会的透明度,而且强化的披露有可能缓解或者消灭目前仍然存在的不当行为。然而,如果笔者关于 CEO 市场的判断是正确的,强化的披露并不会导致典型的 CEO 薪酬的降低。

其次,如果股东不满或者持续不满,则他们在选举董事会成员时可以不把票投给这些候选人。而且许多公司看起来会选用绝对多数标准,即董事要获得绝大多数票数才能够当选(这是一项积极的进步,会促使董事更为负责)。

总之,在笔者看来,众议院第 1257 号法案试图解决的,并不是批评人士所称的系统性问题。事实上,或许更大的问题在于,一些最好的公众公司的 CEO 不愿继续担任公众公司的 CEO 了。无论是在美国还是在欧洲,高管和公司纷纷转向私募股权(和对冲基金),这表明这些担忧并非杞人忧天。从现实情况看,CEO 及高管运作于市场环境之中,而且由市场决定其薪酬。

七、薪酬话语权投票及 CEO 薪酬:一项来自英国的实证研究^①

[2002 年,英国颁布的法律]要求英国的公众公司:(1)在其年报中包含一份高管薪酬报告……(2)将该份报告提交股东大会,由股东以普通决议的方式进行劝告性投票[换一说法,可将其称为“薪酬话语权”投票——编者注]。这是英国的公司法首次运用劝告性投票这一概念。

赞成薪酬话语权的人士认为,CEO 的薪酬合同经常是在不够理想的谈判条件下达成的,通过股东对薪酬报告进行劝告性投票,可以强化股东的“话语”,进而把那些条件改造成更有利于达成“保持一定距离”的谈判,最终达成更有效率的合约。

为使劝告性投票能够对薪酬安排产生影响,在威胁会产生不利的投票后果,或者真正实现这一后果时,必须辅之以激励措施。这些激励往往是隐性的、声誉激励。薪酬话语权降低了收集和传播关于股东不满的信息的成本,从而赋予了股东重要的谈判筹码——触发不利的公众评价的威胁。此种威胁十分有效,因为“没有哪份保单能够保护经理或董事免受此种声誉惩罚之苦”。

劝告性投票所包含的隐性激励,或许只会导致董事迁就信息不灵通的股东,并实施次优的薪酬安排。因而,为使劝告性投票造就效率更高的 CEO 薪酬合同,股东还必须能够识别薪酬计划的优劣,投票能够富有效率地收集股东的信息,股东有渠道就其合同偏好与董事会沟通。而这

^① 这是一份 2009 年的手稿,可参见 <http://ssrn.com/abstract=1420394>。本文对其的再版获得了许可。本章作者为 Fabrizio Ferri 和 David Maber,罗培新译。

些条件能否达成,却着实令人怀疑,因为分散的股东缺乏必要的专业知识,或者缺乏激励来获取这些专业知识,而且面临着协调的困难。在实践中,通过信息中介机构(例如代理投票顾问服务机构)或许能够缓解这些问题……加强有关薪酬计划的审查和沟通,可能会使投票决定更为明智,采用的薪酬做法或许也更为理想。

最后,强制要求股东对高管薪酬报告进行劝告性投票,这是否会产生影响,如果有影响的话,其影响是好还是坏,这都是一个有待检验的经验问题。

(一) 经验结论

表格3(略去)对于2003年和2004年伦敦证券交易所350指数公司[首次上市的在伦敦证券交易所的市值最大的前350家公司——编者注]的投票结果进行了描述性统计。根据这些数据,可以得出两项见解:第一,薪酬报告通常获得了超级多数的股东投票支持……其中的一种解释是,股东通常将薪酬安排视为市场力量的结果,或者仅仅在发生权力滥用或者其他机制失灵的极端情况下,才会对薪酬安排表示抗议。第二项关键的见解是,对于股东以投票方式表达的不满,董事会确实做出了回应。在2003年投票不满率高于50%的3家公司中,平均的不满率从2003年的60.4%,降到了2004年的9.5%。在2003年投票不满率高于20%的3家公司中,平均的不满率从2003年的30.6%,降到了2004年的11.6%。

为了弄清楚公司是如何做到降低投票不满率的……我们分析了股东对于2002财政年度的薪酬报告的投票不满率最高的30家公司,以及2003年财政年度(投票结束之后)的薪酬政策发生了哪些变更。根据这些分析,可以得出三项见解:首先,看起来大量的变更旨在废除或者修订那些强化了“奖励失败”(也就是说,公司业绩糟糕仍予支付高管薪酬)的可能性的条款。令人印象深刻的是,观察期超过12个月(通常为24个月)的12家公司中,有10家公司将该期限缩短至12个月。将观察期从24个月缩短至12个月,在本质上意味着将解职补偿金从两年的年度薪酬降低为一年。

其次,大量的公司对投票不满率做出的回应是,聘请新的薪酬顾问进行独立的评估(10家公司),建立与大股东的正式磋商机制(7家公

司)或者两者兼施(4家公司)。特别是,大约1/4的公司在与股东磋商之后,明确表达了前述薪酬政策的变更。

最后,一个普遍的趋势是,公司弃用股票期权,而更多地选用受限制的股票……其手法是在薪酬构成中做出调整,或者用受限制股票将股票期权计划彻底取代。与此同时,几乎1/3的公司主动鼓励高管持股(例如,高管最低持股要求,以股份取代现金奖金,在期权行权之后强制持股一段时期,等等。)这许多变更遵循了英国机构投资者发布的最佳做法指引。

表格5(略去)分析了董事会做出回应之前和回应之后的CEO薪酬水平的决定因素。^⑫

关于现金薪酬和总薪酬,这项分析得出了两项主要的见解:第一,在引入“薪酬话语权”之后,CEO薪酬之于糟糕业绩的敏感度显著提升……对于该发现的一种解释是,引入“薪酬话语权”之后,对于糟糕业绩的问责程度提升了——这与废除“奖励失败”的呼声是一致的。……绝大多数有据可查的变更(例如,观察期限的缩短,废除重新设定标准,更为严格的、以业绩为基础的授权条件)并不反映在我们的CEO现金薪酬及总薪酬的指标之中,因而无法影响我们的结论。因而,看起来投资者不仅运用薪酬话语权来要求改变可观测的薪酬条款,而且还向公司施加压力,以在更不具有观测性的薪酬要素(例如,奖金计划的业绩目标)中,提升CEO薪酬对于糟糕业绩的敏感度。

第二项关键的见解是,(在考虑了业绩和其他决定因素之后)CEO薪酬的水平和增长率并没有变化……因而,在遵循以下前提条件的情况下,薪酬话语权看起来并没有起到调节薪酬水平的作用:调低解职补偿金和更为严厉的以业绩为基础的股权授予条件,并没有反映在我们的

^⑫ 该分析将经常被用于确定薪酬的变量考虑进去,例如公司的规模。此外,为了确保产生这些结果的原因在于法律的变革,而不是英国商业环境中其他薪酬影响因素发生了变化,该分析报告还进行了进一步研究,对该样本公司和在伦敦替代性投资市场(AIM)上市交易的样本公司(这些公司不受立法的影响)的薪酬进行了比较分析。尽管在同一时期,替代性投资市场的公司的高管薪酬并没有明显的变化,但这些统计检验结果并不具有显著性。因而,作者不能断言称,前文中提到的薪酬发生变化的原因一定是法律发生了变化,尽管此种解释看起来与数据相吻合[编者注]。

CEO 薪酬指标中——因而,我们无法完全排除某些公司降低了总薪酬。然而,看起来薪酬的目标水平并没有在引入薪酬话语权之后系统地下降。

总体而言,我们将这些结果解读为,英国的 CEO 的薪酬水平及其增长,总体说来是市场力量起作用的结果,英国的投资者最感兴趣的是影响 CEO 薪酬的制度设计,而不是其水平。

[在略去的部分中,作者进一步研究了薪酬话语权对于 CEO 薪酬与其经济决定因素之间的敏感度的影响,是否不同于法律修订之前在 CEO 薪酬实践方面存在争议的公司,这些公司的 CEO 薪酬超过了根据已知的经济决定因素计算得出的数额,被认为“薪酬”支付过度。他们发现,CEO 薪酬与其经济决定因素之间的敏感度的提升,在“薪酬支付过度”的公司中最为明显,尽管在这一分析中所运用的所有参数并非都具有显著性。他们得出结论称,这一数据“吻合于以下判断:只有当 CEO 的薪酬水平高于其业绩及其他经济决定因素所支撑的合理水平时,股东才会运用薪酬话语权来向公司施压,以推进 CEO 的薪酬改革。”——编者注]

(二) 针对这些发现的探讨:薪酬话语权创造了价值吗

总体而言,我们的发现表明,在 CEO 薪酬实践存在争议的英国公司中,股东通过威胁运用薪酬话语权进行投票或者确实进行投票,来提升薪酬之于糟糕业绩的敏感度。这些结论与吁请废除“奖励失败”的做法相吻合,后者催生了有关薪酬话语权的立法,另外,薪酬话语权用在了最需要它的地方。

尽管我们的证据表明薪酬话语权影响着 CEO 的薪酬实践(尽管该话语权不具有拘束力),但问题在于,这种影响是否增进了价值仍然不无疑问。如果人们假定,整体而言股东能够识别次优的薪酬做法,进而建议采用更优的选择(这是薪酬话语权的前提),则我们关于公司改变薪酬的做法以防止或者降低异议(就其定义而言)的证据表明,CEO 的薪酬做法得到了改善。然而,批评人士质疑此种假定,认为薪酬话语权的制度会阻遏薪酬实践的创新,并导致“以一种方法应对所有问题的”次优路径,以未经证实的利益作为赢得股东支持的手段。

(三) 政策制定的含义: 若干训诫

在解读我们的研究之时,其他国家的政策制定者应当考虑以下因素。首先,关于高管薪酬的细致的信息披露、活跃的财经媒体、纵深的董事劳动力市场、股东选举董事的重大权力、得到公认的最佳做法以及机构投资者的一些特征(人员稳定,地理位置集中,协调一致行动所面临的监管障碍较小),或许是英国的薪酬话语权取得了记录在案的影响的必要前提。成文法化的最佳做法,向公司和股东提供了明晰的基准,后者据此对薪酬实践进行评估,而对于此种评估而言,高质量的信息披露则是事所必须。拥有长期眼光的机构投资者之间的沟通与协调,往往能够提升薪酬话语权的有效性。媒体报道,纵深的董事劳动力市场,最为重要的是,选举董事时股东的强大权力,增强了董事避免遭到不利的股东投票结果的声誉激励。例如,在美国,公司治理最佳做法的成文化还是近期现象,它通常由代理顾问服务机构而不是由机构投资者所发起,而且与英国相比,还没有产生一定程度的影响和合法性(尽管薪酬话语权可能加速这一进程)。与英国相比,美国的机构投资者持股期限往往较短,而且在协调与沟通方面,面临更多的监管约束。在董事选举而言,由于缺乏成本高昂的代理投票权大战,美国公司的股东权力有限,尽管要求绝大多数股东同意的趋势及“投票说不”的运动,已经增强了董事的责任心。

其次,政策制定者必须评估薪酬话语权相对于其他机制的优势,例如,这些机制包括有关薪酬的股东议案,以及“投票说不”的运动等等。^⑬ [作者之一与其他合作者完成的另一项研究]发现,在美国,针对薪酬的“投票说不”运动在降低 CEO 的过度薪酬方面,向来卓有成效,而且公司有时确实迅速地回应着股东有关高管薪酬的议案。

^⑬ 在美国,持股价值达 2000 美元(或者 1%)的股东,可以提交一份 500 字的不具有拘束力的议案,纳入公司的年度代理声明材料之中。在英国,股东可以提交一份超过 1000 字的有拘束力的议案,但其持股要求则更为烦琐。赞成者必须持有至少 5% 的公司的投票权,或者组成人数不低于 100 人的股东集团,每名股东持股价值不低于 100 英镑(尽管事实证明组成这样的集团并不会太困难)。值得注意的是,2000 年至 2006 年间,英国公司中只提起 2 件有关高管薪酬的议案,相反,1997 年至 2007 年间,美国公司中的此类议案却超过了 1000 起。