

# 经理薪酬： 解决代理问题还是本身即代理问题

胡玉明

20世纪90年代美国股票市场“牛市”时期，上市公司经理薪酬(Executive Compensation)暴涨到前所未有的水平。1991年，美国大型公司首席执行官的平均薪酬大约是工人平均薪酬的140倍，而到了2003年，则上升到500倍。经理薪酬长期以来一直备受投资者、财务经济学家、制度制定者、媒体和社会公众的关注。经理薪酬水平越高，这种关注程度越高。在国际学术界，以经理薪酬为主题的研究论文增长速度超过了20世纪90年代经理薪酬的增长速度。

经理薪酬论争的焦点在于经理薪酬能否达到其预期功效。哈佛大学法学教授卢西恩·贝萨克(Lucian Bebchuk)和加利福尼亚大学法学教授杰西·弗理德(Jesse Fried)合著的《薪酬与绩效脱钩：经理薪酬不能实现的承诺》(Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Harvard University Press, 2004)一书立足于美国上市公司经理薪酬实践，运用管理权力解释经理薪酬的制定过程，对财务经济学家的观念提出了挑战，从而给人一种“另类”的感觉。

## 现代公司制度的组织缺陷

正是由于现代公司制度的“两权分离”，导致现代公司制度的组织缺陷——代理问题以及由此而产生的内部人控制现象。

现代公司内部实际上就是一种代理关系。现代公司制度的“两权分离”特征，使得所有者(委托人)将其资产交给职业经理人(代理人)去经营。从理论上说，经理人受托经营公司的资产，理应为所有者服务。这样，在“两权分离”的公司组织里，经理人掌握着公司相当大的控制权，由于信息不对称和经理人的经营行为难以观察，进一步增强了经理人对公司的控制力和影响力。如果经理人能够完全为所有者

利益行事，那么，这种代理关系就不会产生额外的成本，自然也不存在代理问题。但是，经理人与所有者毕竟是两个不同的经济人，他们的立场和地位不完全相同。他们之间明显地存在着两个方面的不对称：第一，利益不对称。经理人与所有者的利益不完全相同。作为委托人的所有者可能追求企业价值最大化，而经理人作为代理人则追求个人收入最大化以及社会地位的提高、权力的扩大、舒适的工作条件等。由于经理人也是具有独立人格的经济人，指望他们能全心全意为所有者的利益服务显然不现实。相反，经理人在只有控制权或支配权而没有所有权的情况下对企业资源进行配置时，他们会优先考虑自己的利益。第二，信息不对称。“契约的实质就是信息”。在公司组织的代理关系中，所有者所掌握的有关经理人的信息很有限，而经理人则占据着信息优势。因此，经理人为了自己的利益，会想方设法在达成协议之前利用信息优势诱致所有者签订有利于自己的协议，或在达成协议之后利用信息优势不履行协议或“出工不出力”即人们常说的“磨洋工”，从而损害所有者的利益。由此，在公司组织里便产生了“逆向选择”和“道德风险”两个基本的代理问题。

而内部人控制则是伴随公司的“两权分离”特征而产生的一种现象。股权高度分散的社会公众公司，其内部人控制问题更为严重。社会公众公司股权高度分散，单独的所有者谁也控制不了经理人，也不愿意花力气去监督经理人，大家都以为别人会去监督，自己可以坐享其成，从而造成对经理人控制的弱化。这就是所谓的“搭便车”(Free-ride)问题。这既是“强管理者，弱所有者”的财务基础，也是经理人管理权力的形成基础。

鉴于现代公司制度“两权分离”的组织缺陷，如果想让

公司的经理人为实现所有者利益最大化目标而努力工作,就必须建立有效的激励机制,在经理薪酬合约“嵌入”激励因素,赋经理薪酬予激励功效,使经理人从单纯的“支薪阶层”逐步转向“分享阶层”。

### 经理薪酬：解决代理问题的方式还是本身即代理问题的一部分

显然,经理薪酬的初衷是为了解决现代公司制度“所有权与经营权”相分离而导致的代理问题。财务经济学家研究经理薪酬的主流范式假设经理薪酬合约是“独立博弈”的结果。也就是说,为了自己获得更好待遇的经理人与寻求所有者利益最大化的董事会之间就薪酬合约“独立博弈”。过去一直认为,经理薪酬可以增加所有者价值。20世纪90年代,主流财务经济学家强调所有者应该给予经理人激励强度高的薪酬组合。所有者应该更关注薪酬对经理人的激励强度,而不是薪酬数额。然而,不幸的是,支付给经理人的这些额外成本并没有与经理人的绩效真正挂钩。经理薪酬与绩效的敏感度比人们通常的预期要低。始于2001年末的公司丑闻风潮动摇了人们对公众公司董事会绩效的信心,从而经理薪酬问题引起人们的关注。人们普遍认为多数公司董事会制定的经理薪酬合约没有体现所有者的利益。

本书基于管理权力及其对经理薪酬制定过程的影响,认为上市公司经理薪酬制定的过程已经偏离“独立博弈”模型。在“强管理者,弱所有者”时代,董事会及其成员存在各种经济动机偏袒经理人,从而形成有利于经理人的薪酬合约,如同事关系、团队精神、避免董事会成员冲突、朋友和忠诚等各种社会和心理因素。当然,董事会成员偏袒经理人,也可以为自己谋取利益。尽管许多董事持有公司股份,但是他们避免在薪酬合约方面偏袒经理人的财务动机依然太弱,以致不愿独自承担成本,就薪酬合约与经理人“讨价还价”。经理人的管理权力对董事会成员的影响,使其获得了高于“独立博弈”合约所能获得的薪酬即获得“租金”(Rents)。有证据表明,如果经理人的管理权力很大,其薪酬就比较高,或者经理薪酬与绩效之间的敏感度较低。当然,如果经理薪酬合约太不合理,公司控制权市场也可能会惩罚董事会,董事会成员和经理人也可能承担社会成本。不过,市场惩罚并不严厉,偏离“独立博弈”合约的情形依然存在。

如果董事会批准一个有利于经理人的薪酬合约,董事会成员和经理人承担经济和社会成本的程度取决于外部人对该薪酬合约的态度。如果外部人认为该薪酬合约太过分,就有可能降低所有者对董事会成员和经理人的支持。这就可能对经理人和董事会成员施加压力,也可能使董事会成员和经理人难堪,甚至导致声誉受损。在经理人管理权力的影响下,

为了减缓外部人的不满,经理薪酬合约的设计力图含糊其词,甚至掩饰经理薪酬的数额和薪酬绩效敏感度。这种掩饰使得经理人能够以牺牲所有者利益为代价获得利益。更重要的是,这种掩饰使得那些有损公司激励机制和绩效、牺牲所有者利益的无效或低效经理薪酬合约为人所接受。有证据表明,基于管理权力的影响,经理薪酬合约的设计着眼于掩饰租金和减缓不满情绪,采取各种措施掩饰薪酬总额以及薪酬与经理人绩效偏离程度。经理人隐藏于不透明薪酬合约的利益可以通过各种薪酬合约的设计得以实现。这些薪酬合约包括退休后待遇、咨询合约、递延薪酬、退休计划和经理人贷款。

尽管以权益为基础的薪酬(如股票期权)近年来相当引人注目,然而,许多公司的经理薪酬却以其他非权益基础的形式(如工资和奖金)出现。财务经济学家很少关注经理人经常获得的非权益基础的薪酬。这些不引人注目却非常重要的薪酬形式通常与经理人的绩效敏感度较差。由于偏离了“独立博弈”合约,即使经理人的绩效只是达到甚至低于目标值,以权益为基础的各种薪酬合约依然可以使经理人获得丰厚的薪酬。例如,公司无法过滤主要与行业和市场整体趋势相联系,而与经理人对所有者价值增值贡献不相关的股票价格上涨。这样,有些经理薪酬不是来自绩效,而是来自运气。即便经理薪酬必须与绩效挂钩,绩效评价指标及其目标值的确定依然强烈地受到经理人管理权力的影响。

由此可见,经理薪酬与绩效挂钩的前提是“独立博弈”合约。然而,这个前提难以满足,因此,经理薪酬偏离绩效。如此一来,原本试图解决现代公司制度“两权分离”而引发的代理问题的经理薪酬,由于经理人管理权力及其影响,不仅没能解决代理问题,相反,经理薪酬本身就是代理问题的一部分。基于管理权力,经理人可以在相当大程度上影响董事会。这是公司治理结构的基本缺陷。普遍存在瑕疵的经理薪酬合约导源于公司治理结构的内在缺陷。由此,本书作者提出另一个问题:经理薪酬究竟是坏苹果的问题,还是装苹果的篮子问题。(Is it a problem of bad apples, or is it the barrel?)

最后值得指出的是,本书关注的不是经理薪酬的绝对数额,而是经理薪酬合约的制定过程是否偏离“独立博弈”合约即管理权力与薪酬的关系。经理薪酬绝对数额高,并不意味着就一定偏离“独立博弈”合约。尽管本书以美国上市公司为背景,旨在全面解释管理权力如何影响经理薪酬的制定过程,但所揭示的各种经理薪酬理论与实践问题在我国上市公司也普遍存在,因此对于我国学术界研究经理薪酬和企业界制定激励薪酬政策都具有重要的启发作用。■

(作者单位:暨南大学会计学系)

责任编辑 孙蕊