

最优薪酬契约理论及其适用环境

谷 静

(石河子大学经济贸易学院 新疆石河子 832003)

【摘要】 最优薪酬契约理论是制定高管薪酬的一个最基本的理论依据,本文首先阐释了最优薪酬契约理论的出发点及其制定时应该考虑的因素,然后从董事会的独立性、市场力量的约束以及股东权力的制约三个方面分析了最优薪酬契约理论的实施环境。

【关键词】 高管薪酬 契约理论 适用环境

本文分析的对象是那些缺乏控股股东即股权分散的企业,这些企业的管理者只有企业的小部分股权但却拥有很大的权力。由于所有者与经营者的利益不一致会产生代理问题,因而需要给代理者提供一定的激励使他们做出维护股东利益的决策。最优薪酬契约理论论证的是理论上的最优契约,它可以被理解为董事会利用股东的利益解决代理问题的工具。

一、最优薪酬契约理论的出发点

董事会以股东价值最大化为目标,最优薪酬契约理论是为了协调经营者与所有者的利益冲突,提供一种最优薪酬激励契约而使代理成本最小化的依据。然而董事会制定薪酬契约时往往偏离这个目标,因此制定最优薪酬契约必须考虑以下几点:①吸引和留住优秀高管;②激励高管做出使股东价值最大化的决策;③成本最小化。

1. 吸引和留住优秀高管。一些大型企业有成就的总经理(CEO)毫无疑问具有卓越的才能与智慧,这些高管能为企业指引战略性的方向,决定应该何时并购或是被并购,这种人才供应是紧张的,拥有这样才能的人是稀少的。虽然薪酬并不是留住这样人才的唯一条件,但它却是一个重要的条件。

企业提供的激励必须等于或大于高管的机会成本,以留住高管这样的人才,这种机会成本称为“留任价值”。高管“留任价值”的大小部分取决于他对待风险的态度,高管越是厌恶风险,这种“留任价值”就越高。例如,一个CEO求职者目前月薪是50 000美元,如果他是风险厌恶者,聘用他的企业应该提供高于50 000美元的月薪。因此,企业不可能支付低于“留任价值”的薪酬,而只能支付更多的薪酬来吸引高管。

2. 激励高管。企业应该提供充分的激励使高管做出使股东价值最大化的决策。大多数企业的代理问题是高管可能会做出最大化自己利益而非股东利益的决策。这样的决策包括建造豪华办公楼及其他在职消费、投资与自己有关联关系的项目、利用权力雇佣不称职的职员等。由于CEO会面临各种各样的关键性的决策,薪酬策略在某些情况下能够提供恰当的激励,而在另一些情况下可能这种激励又是不足的,这就使得最优薪酬契约的制定变得非常复杂和困难。

3. 成本最小化。企业为了激励高管做出符合股东价值最大化的决策,愿意支付高于“留任价值”的薪酬。在这种最优契约下,股东应该不断提高高管薪酬直到这样做的增量成本大于激励产生的增量利润为止。因此,以股东利益最大化为目标的薪酬制定者应当全面考虑激励产生的利润及成本,制定出在成本最小化下能够产生同样或是更大利润的最优薪酬契约。

二、最优薪酬契约理论的适用环境

要使以股东价值最大化为目标的高管薪酬契约理论发挥作用,须有以下三个机制作保证:①董事会与高管相互独立;②外部市场监督;③股东利用法律诉讼。

1. 发挥董事会独立性的限制作用。最优薪酬契约理论的假设前提是董事会以股东利益最大化为目标并且与高管保持相互独立。在大型企业中,董事会负责高管薪酬的制定,如美国几乎所有的大型企业已经成立薪酬委员会负责制定高管薪酬,在大多数企业中几乎所有的薪酬委员会的董事都是独立董事。在美国,公司薪酬委员会成员中独立董事的人数不断增加有以下几方面的原因:①投资者希望有更多的独立董事;②美国税法鼓励企业成立由独立董事组成的薪酬委员会;③独立的薪酬委员会能够形成在薪酬制定上发表各种不同观点的气氛,从而使薪酬的制定更加客观、公正。

之所以要特别强调在董事会和薪酬委员会中发挥独立董事的作用,是因为高管在薪酬制定过程中常常会对独立董事的独立性进行干扰。

(1)高管影响董事的任命。高管主导薪酬的制定过程是从选任薪酬委员会成员开始的。虽然大多数董事会下成立了提名委员会,但CEO往往是提名委员会的成员,即使CEO不是提名委员会的成员,CEO在提名委员会中也有很大的影响力,他会利用自己的权力及影响力任命或是重新任命不会质疑他们薪酬的独立董事。一旦听命于CEO的独立董事受到任命,董事会就会受到CEO的影响,这就使他们不可能用一种完全独立的方式来对待高管薪酬问题。大多数董事认为他们的主要职责是监督CEO的业绩,如果必要的话解雇并且雇佣一个称职的CEO。但是在法制尚不健全的情况下,董事

一般是支持 CEO 的,那些敢于坚持原则的董事往往容易被排挤,所以,整个董事会对待 CEO 的态度是温和、顺从的。

(2)由于信息的非对称性,独立董事和一般董事掌握的信息资料很有限,他们很难拥有充分的证据去质疑高管薪酬。另外,独立董事缺乏足够的物质激励去质疑高管薪酬,他们试图控制高管超额报酬所得到的回报是很低的,而其潜在的成本却是相当高的。由于 CEO 影响独立董事的任命,他可能会让一个不合作的独立董事离开董事会或者不再任命已经到期的独立董事,在大多数情况下,CEO 有这种权力决定独立董事的去留问题。独立董事一旦被开除或是不再被任命,那就意味着他将失去任职薪酬和其他能够获得的物质及非物质利益,包括声誉、事业和社会地位。再说一个质疑高管薪酬的独立董事一般很难被其他企业聘请,因此,质疑高管薪酬不仅会使独立董事的薪酬及其在目前董事会中的职位受到威胁,而且会使其在其他董事会的职位以及应聘受到威胁。

2. 借用市场力量的约束作用。

(1)经理人市场。协调高管与股东利益的市场机制中,最重要的机制是高管薪酬激励机制。高管薪酬由基本工资、奖金、股票期权、限制型股票及其他一些长期激励因素构成。这些因素与企业绩效都有一定的相关性,近二十年来,股票期权的不断使用增强了 CEO 薪酬与绩效的相关性。以美国为例,美国的大多数企业中这种相关性的绝对系数是偏小的,大约企业价值每变化 1 000 美元,CEO 的薪酬仅变化 10 美元。因此,这种薪酬与绩效之间的低敏感性系数难以约束高管和提高他们的积极性,因而也不能提高他们的薪酬。

诚然,薪酬并不是经理人市场的唯一激励因素,高管也很关注提升的机会或是跳槽到其他更大的知名企业谋求更高的职位的机会。然而,能够操纵高管薪酬的 CEO,他的地位已经很高,要在内部提升是不可能的,而在外部升职则是可能的,他可以成为一个更大的知名企业的 CEO,不过他必须在目前企业里取得骄人的业绩以证明自己的能力。

(2)公司外部治理。公司外部治理也被认为是一种协调经营者与所有者利益的重要机制。企业股票价格的不断下跌将会受到被兼并的威胁,这种兼并的结果很可能使高管失去他的职位、薪酬以及名誉。但被兼并的威胁并不能阻碍高管提高薪酬,如果一个拥有 100 亿美元资产企业的 CEO 打算增加高管薪酬 1 亿美元,这种直接经济利益对高管来说显然是相当大的,但他必须考虑到这样做使企业价值降低了 1%,从而加大了企业被兼并和 CEO 被撤职的风险。

(3)产品市场竞争。产品市场竞争具有约束高管行为的可能性。在一个完全竞争的产品市场,低效率、无效率的经营行为会使企业在竞争中处于不利的地位:利润降低、企业倒闭。这种结果对高管从事无效率的经营有一定的约束作用,但利润在高管与股东之间的重新分配对企业经营效率的影响不大,因此这个因素将不能约束高管获得超额报酬。

3. 发挥股东权力的限制作用。

(1)利用法律诉讼。股东质疑董事会制定的高管薪酬必须提供董事会违背管理职责、挥霍浪费、不忠于职守的证据,而

这种证据又几乎是不可能搜集得到的。在搜集这些证据之前,还有一些程序上的障碍致使股东很难到达搜集证据的阶段。质疑高管薪酬,股东一般必须申请法律诉讼——这个法律诉讼以企业的名义提出:高管薪酬的制定已经损害了企业的价值。而做出这种结论的权力掌握在董事会的手中,股东不能以企业的名义做出这个决定,所以法院会严格限制股东起诉的权力。不仅如此,股东还会面临“提出法定要求”、“法定要求无效”、“特殊的委员会建议不受理”等程序上的障碍,即使股东克服了这些障碍,事实上股东只是赢得了审判权与继续上诉权,而行使这两种权力后还会遇到巨大的障碍,所以运用法律诉讼来降低高管薪酬也有很大的困难。

(2)行使股票期权计划的投票权。股东可以利用对股票期权计划进行投票的权力来质疑高管薪酬,但事实上这样做也不能达到预期的效果。首先,股票期权计划投票权针对的不是高管薪酬的设计,而是高管薪酬的总数;其次,股东虽有权不断否决使用股票期权计划直到高管薪酬达到可以接受的数额,但拒绝使用股票期权计划也不会使股东的境况变得更好。因为经营者即使按照股东的意愿不断修订薪酬计划直到股东赞成股票期权计划为止,但股东若否决使用股票期权计划可能会使那些期望使用股票期权计划的优秀高管被迫离开,对于股东来说这种离职成本可能要远远高于降低 CEO 薪酬的利润。因此,大部分股东会赞成股票期权计划,除非 CEO 的薪酬实在是太高了以至于使拒绝使用股票期权计划的利润大于预期成本。所以说这种权力也不能制止高管提高薪酬。

三、结论

通过上述分析可知,最优薪酬契约还只是一种理论上解决所有者以及经营者利益冲突的愿望,在实践中它还会受到客观环境的许多限制,无论是在我国还是在发达国家,其适用环境都有不少障碍,所以大多数实证研究表明薪酬与绩效脱钩也就不足为怪了,实践中高管薪酬的制定一般是偏离这个理论的。不过,一些最优薪酬契约理论无法解释的问题,用管理者权力理论却可以解释得比较清楚,正是在此基础上,Bebchuk、Fried 和 Walker 提出了新的理论,即管理者权力理论。这为薪酬的制定提供了又一新的重要的理论基础,也是学术界以后值得研究的领域。

主要参考文献

1. L. Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. University of Chicago Law Review, 2002; 69
2. L. Bebchuk, J. Fried. Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, 2004
3. Richard Cyert, Sok-Hyon Kang, Praveen Kumar. Corporate Governance, Takeovers and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. Management Science, 2002; 4
4. Martin J. Conyon, Lerong He. Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms. Journal of Management Accounting Research, 2001