无功受禄:对几个有关薪酬问题的思考

陆贤·贝布楚克* 杰西·弗雷德 著** 伏健 译***

目 次

一、引言
二、奖励
三、保持距离的合约理论
四、保持距离合约理论的缺陷
五、权力与薪酬
六、业绩与薪酬的脱节
七、改善透明度
八、改善薪酬安排
九、增强董事会的责任感

一、引言

在我俩最近的著作《无功受禄》和发表的有关文章里,我们力求全面阐述管理权力和影响如何决定了美国上市公司执行官的薪酬制度。研究执行官薪酬制度的金融经济学家有代表性地推断说这种薪酬制度是保持距离合约的产物。在保持距离合约里,执行官们力求为自己争取最好的报酬,董事会则尽力争取为股东们谋取最大利益。这种推断也构成了公司法律原则规范薪酬标准的基础。然而,我们却致力于揭示一个

---

* 哈佛大学法学院讲座教授、哈佛大学法学院公司治理项目主任。

** 加州大学伯克利分校法学院教授、加州大学伯克利分校法学院法律、商务与经济研究中心主任。

*** 译者为澳大利亚迪肯大学法学院高级讲师、加州大学伯克利分校法学院访问学者。译者在此感谢两位教授授予译者的翻译许可。鉴于篇幅关系,译文将原文注脚删除。

观点,那就是美国上市公司里制定薪酬标准的过程远远偏离这种保持距离的模式。

我们的分析表明管理权力在形成薪酬制度的过程中起了主导作用。管理权力的普遍影响可以解释现代高管薪酬的主要特征,包括那些曾长期使金融经济学家迷惑不解的实践和轨迹。我们还表明管理权力对薪酬安排的影响使得这些安排遭到严重歪曲,导致投资者和经济增加了成本。这种影响还形成了一种削弱管理人员增加公司价值的动力,甚至还导致管理人员削弱公司长期价值的行为。

在过去的二十年里,首席执行官薪酬的戏剧性增加已经成为公众批评的中心议题。这种批评随着2001年底出现的公司治理丑闻的出现而增强了。公司丑闻的浪潮动摇了公众对上市公司董事会表现的信心,并且引起了对高管人员薪酬标准中可能存在的弊端的重视。其结果是,现在普遍认为许多董事会实行不顾股东利益的薪酬标准。然而对于这些问题的范围和根源还存在很大的分歧。因此,对于如何表述这些问题的范围和根源存在很大的分歧也不足为奇。

许多人认为对高管人员薪酬的担心被夸大了。一些人坚持认为薪酬安排中的缺陷已经被限制于少数公司,绝大多数的董事会在确定高管人员薪酬时已经有效地发挥了其作用。还有些人虽然承认薪酬安排中缺陷的普遍存在,但是却坚持认为这些缺陷起源于诚实的错误和董事会在寻求服务于股东的错误认识。根据这种看法,既然问题已经被认识,董事会可以自行解决这些问题。然而其他的人仍然争辩说即使监管者的干预是必要的,最近关于加强董事独立性的改革将会涉及过去的问题;一旦这些改革付诸实施,我们可期待董事会采取服务于股东的薪酬政策。

我们的研究寻求说服读者这样的自满情绪是没有保障的。首先,有缺陷的薪酬安排并非限于少数的坏公司,而是已经广为传播,并持续地、有系统地发展。另外,这些问题并非起源于董事会可以自行改正的临时错误或判断失误。相反地,它们起源于公司治理结构上的缺陷。在这种结构下高管人员对董事会施放巨大影响。在目前的公司治理结构下,缺乏有效的距离的合约已经成为问题重重的薪酬制度的主要原因。最后

一点是,最近的致力于董事会独立性的改革可能会改善情况,但是这些改革并非能使董事会承当适当的责任感。在这方面有许多的事情要做。

我们研究的另外一个广泛的目的在于增进对美国公司治理制度中基本问题的了解。对高管人员薪酬制度的研究打开了一扇可使我们检验我们当前对董事会是股东利益的监护人的认识的窗户。我们的公司治理制度给了董事会实质性的权力,并且期望董事会监管公司高管人员。只要公司董事确实是在履行保护股东利益的职责,目前的公司治理制度中隔离董事会与股东的安排是可以接受的。但是我们对高管薪酬安排的分析对以上的观点提出怀疑。

对于目前薪酬安排中的缺陷和对产生这种安排的公司治理程序全面认识对于论证以上问题十分必要。在全面陈述了目前存在的问题后,我们的研究也提出了一套改善高管人员薪酬制度和公司治理的建议。我们提出了如何使薪酬的数量与其业绩更加透明的建议。这种透明度将对管理者的权力如何影响其薪酬做出检查。它还会对目前存在的选择薪酬安排的动机做出解释,这些薪酬安排的效率并不怎么高,但是却能有效地掩盖薪酬的数量和其对管理人员自身业绩的不敏感性。

此外,我们对于薪酬安排如何削弱或歪曲管理人员的动力进行了多方面的分析。这为检验董事会如何加强薪酬与业绩联系并因此改善激励机制打下了基础。最后,我们不仅提出了如何使董事们更独立于内幕人员的改革建议,而且提出了如何使董事们更依赖于股东的建议,并借此增加董事会的责任感。这些改革建议也在普遍意义上为改善高管人员薪酬制度和公司治理提供最佳途径。

在本文中,我们还列举了我们对于当前高管人员薪酬制度与公司治理的评价,并提出了改革的建议。文章首先阐述官方的“距离”高管人员薪酬制度的局限性,然后转向高管人员的权力。我们表明管理者的影响力可以解释其薪酬安排的许多特征,并且解释这种影响如何导致薪酬安排的模糊及歪曲。文章在最后讨论了提高透明度、改善薪酬安排的设计和增加董事会责任感的建议。

在继续本文之前,我们想强调指出我们对于现行薪酬安排和程序的评价并不暗示绝大多数的董事们和高管人员比其他处于同等地位的人

表现得更不道德。我们的问题不在于董事们和高管人员的道德范畴,而在于董事会与高管人员操作的安排与激励机制的制度上。按照目前的结构,我们的公司治理制度不可避免地创造了歪曲薪酬安排的动机和心理以及社会方面的动力。这些动机和动力将导致多数董事采纳有利于其公司高管人员的薪酬安排,前提是只要这些安排在实践中是普遍适用的,并因此不难为采纳这些安排找出合理性。如果我们维持现存制度的结构,只更换现有的董事和其他高管人员,新上任的董事和其他高管人员将会像其前任一样面临同样的动机和动力。总体说来,他们将不会有不同的行为。为了阐明薪酬安排中的弊端,我们需要改变导致这些弊端的公司治理结构。

二、奖励

在关于高管人员薪酬的讨论中哪个是关键问题?有人可能会质疑高管人员薪酬是否会对股东和经济有重大的经济方面的影响。有人会认为高管人员薪酬制度上的问题只会对股东利益有形式意义上的影响,而不会有根本的影响。然而,高管人员薪酬制度是否有弊端及弊端有多大,对于股东和政策的制定者来说意义重大,这是因为这些弊端会给股东增加实质意义上的成本。

我们从管理人员因其管理权而获得的巨额薪酬——即他们的影响力使其获得的报酬与其在"距离"合约下应获报酬的差距着手。最近亚尼夫·格林斯坦(Yaniv Grinstein)和我们二人之一的详细研究成果表明,涉及的巨大数额不仅仅是股东们口袋里的零花钱。最新研究还提供了美国上市公司里薪酬最高的前五名高管人员的综合薪酬数据。根据图表1的研究数据显示,这些公司在1993年至2003年的11年里给它们前五名的高管人员支付了总值3510亿美元的报酬,其中的1920亿美元是在1999年至2003年的五年里支付的。请注意,此项研究结果的综合薪酬数据仅是每家公司的薪酬年报里显示的数据。像本文在后面将探讨的那样,标准的高管人员的薪酬数据省略了许多重要的报酬方式,比如像数额可观的退休补偿。因此,综合薪酬数据可能远远地低于这些上市公司高管人员在此期间的实际薪酬。

图表1 1993—2003年前五名高管人员的总薪酬(以十亿美元计)

期间	高管薪酬数据库所列公司	非高管薪酬数据库所列公司	公司总数
1993—2003	212	139	351
1993—1997	68	55	123
1999—2003	122	70	192

这份图表表明的是大量的上市公司给它们的前五名高管人员支付的总薪酬。这些公司包括了所有的高管薪酬数据库(ExecuComp)中所列的公司和计算机数据库(Compustat)数据库中所列公司中市值超过5千万美元的公司,但不包括Compustat中没有净收入信息的公司和房地产投资基金,投资信托基金以及其他投资基金。所有的数据是以2002年的美元计算。

图表2显示的是美国上市公司给予它们的前五名高管人员的总薪酬与公司总收入的比率。在1993至2003年期间,这些总薪酬占到美国上市公司总收入(净收入)的6.6%。另外,在2001至2003年的3年期间,前五名高管人员的总薪酬与公司总收入的比率,从1993至1995年的3年期间的5%上升到9.8%。

图表2 薪酬与公司收入

	期间	前五名高管人员的综合薪酬与综合收入之比
三年期	1993—1995	5.0%
	1994—1996	4.9%
	1995—1997	5.2%
	1996—1998	5.5%
	1997—1999	6.0%
	1998—2000	6.5%
	1999—2001	8.6%
	2000—2002	12.8%
	2001—2003	9.8%
五年期	1993—1997	5.2%
	1999—2003	8.1%
总期间	1993—2003	6.6%

这份图表表明了大量的上市公司里前五名高管人员总薪酬与公司总收入(净收入)之比。这些公司包括所有的高管薪酬数据库中所列的公司和计算机数据库中列举公司中市值超过5千万美元的公司,不包括计算机数据库中上没有收入信息的公司,也不包括房地产投资基金和其他的投资基金。收入信息来自Compustat前五名高管人员的总薪酬的计算方式同图表1的计算方式。这些数据说明,如果降低薪酬标准并不影响管理积极性的话,投资者的获利将不仅仅是象征意义上的。那将对公司收入有明显影响。但是过高的薪酬不大可能是目前薪酬实践中唯一的或是主要的成本。管理者对其薪酬标准的影响可能导致削弱和歪曲其管理的激励。我们的观点是对管理激励机制的削弱和歪曲而给股东带来的成本很可能会比过高的薪酬本身带来的成本还要高。

现行的薪酬安排产生了两种激励问题。首先,这种薪酬制度比"保持距离合约"下增加股东利益的激励要弱。非证券和证券类的薪酬与对管理者的业绩的脱节比其显示的还要糟糕。加强薪酬与业绩的联系因此可能给股东带来实质性的好处。其次,普遍的实践不仅没能增强对有利于股东利益的降低成本的激励机制,反而提供了相反的激励机制。例如管理者脱手公司股票和其他债券的广泛自由度,使得他们行事时可能减少股东的价值。高管人员如何期望脱手公司股票的话,就会有动力而报告误导性的结果,隐藏不报坏消息,或选择在市场上透明度较低的项目和决策。这些歪曲行为导致的效率方面的成本可能会大量地超过高管人员从其随意削弱的公司股票和期权中获得的流动资金或风险防范方面的好处。类似地,由于现行的薪酬制度经常对管理者扩大公司规模进行奖励,这激励了高管人员通过收购或其他方式追求扩大经营规模,即使因此会减少股东价值也在所不惜。

三、保持距离的合约理论

按照高管人员薪酬的"官方"看法,公司董事会确定薪酬完全是以股东利益和避免与薪酬被确定的高管人员亲近为指导的。董事会与高管人员"距离"合约的前提长期以来一直是并将继续是公司和研究高管人员薪酬制度的绝大多数金融经济学家的中心议题。在公司里,官方的

观点是制定有关法律和政策的实践基础。它们被用来向股东、政策制定者和法院提供董事薪酬合理性。这些薪酬决定看起来主要是为股东利益而做出的,因此值得尊重。

“距离”合约的前提在绝大多数高管人员薪酬中被普遍采用。管理者对董事的影响从法学、组织学和社会经济学方面以及媒体对高管人员薪酬的评价看已被广泛确认。但是对众多的高管人员薪酬的研究是由金融经济学家做出的,他们的主要著作认为董事会采用通过给管理人员提供降低成本的激励机制而服务于股东的薪酬制度。这是通过给管理者们提供增大股东价值的降低成本的机制来实现的。因为董事会和高管们在“距离”的构架下运作有动力避免低效。“距离”合约的观点导致研究者们推断高管人员的薪酬将会增加价值。一些金融经济学家,其研究成果在我们的书中有详尽的阐述,报告了他们认为是与“距离”模式不一致的研究成果。无论如何,在这个领域的主要著作是以董事会和高管人员之间的“距离”合约为起点的。

金融经济学家包括理论家和实证学者,主要是在“距离”模式下研究,以期解释薪酬安排共同性和公司实际报酬的差距。事实上,在发现实践与激励降低成本的规定不一致性后,金融经济学家尽力对这些实践如何归根到底与“距离”合约模式一致提供聪明的解释。没有发现聪明解释的实践被称作是异常或是谜语,其最终会被解释清楚或消失。

在我们的书中,我们确定了许多“距离”合约理论下难以解释但在管理者影响薪酬制定理论下轻易解释的实践行为。结果是,一些批评家提出为什么在实践中“距离”合约模式仍能提供原因,并且认为我们至今没能彻底排除“距离”合约模式。例如,关于我们讨论的薪酬与业绩严重脱节的现象,科尔(Core)、桂(Guay)和托马斯(Thomas)主张与业绩无关的高额薪酬在某些情况下是需要的。同样地,对于我们对许多公司采用排除了横财的买卖股份选择权制度而最终导致公司破产的批评,高登(Gordon)和侯姆斯登姆(Holmstrom)认为我们的批评未能完全排除用“距离”合约理论来解释公司失败的可能性。

这些观点表明了“距离”合约的简明假设:除非有相反的证明,薪酬的安排是“距离”合约理论的产物。但是这个假设似乎并无保证。我们

在下文的讨论中将看到,薪酬安排的过程说明,管理者的影响看起来将会产生重要影响。因此,考虑到管理影响的可能性,举证责任应当落到主张高管人员的薪酬安排与管理者影响并无多大联系的人身上。无论如何,金融经济学家继续简要明确地以“距离”合约理论为其假设前提的事实表明了这一长期存在的理论的主导性和权威性。

四、保持距离合约理论的缺限

有关“距离”合约的理论是很利落的、有影响的和有保证性的。但是它却不能解释高管人员薪酬的现实状况。该理论认为管理人员由于存在代理问题,因此不会自动地寻求股东价值的最大化。管理人员和股东利益潜在的分离性使得给管理层提供适当的激励显得极其重要。根据“距离”合约的理论,董事会试图通过给管理人员提供一揽子薪酬(package)来提供激励。然而正像没有理由推断管理人员会自动寻求股东利益的最大化一样,我们也没有理由指望董事会真会这么做。事实上,一份关于董事动机及情况的分析表明董事行为也存在代理的问题。

董事会曾经有过并且继续存在支持,或者至少跟随有利于公司高管的薪酬安排的各种经济动机。一系列关于社会的和心理的因素,例如共事性(collegiality),团队精神,避免与董事会冲突的自然期望,友谊与忠诚,以及认识上的不一致都影响着向那个方向移动。尽管许多的董事持有其公司的股票,但他们作为所有者的位置如何之小以致于不能给他们提供财务上的动机以使其踏上抵制高管薪酬但会给自己带来成本或至少不愉快的征途。此外,时间及资源的有限使得想这么做的董事很难将制定薪酬的工作做好。最后,董事们运作的市场局限很不严谨,不能阻止有利于高管人员的“距离”合约导致的变异。下面我们将逐一讨论这些因素。

(一)连任的动力

除了一份诱人的薪酬外,担任董事可能会带来荣誉和有价值的商业和社会关系。担任董事带来的财务性和非财务性的好处自然使得董事们有兴趣保住他们的位置。在股东选择董事的世界里,董事会成员们或者有发展其服务于股东的声望的动机。但是管理层提出董事人选是典型的做法,于是保住董事位子的钥匙被放在了公司的盘子里。由于首席

执行官对提名董事的过程有重要的影响,如果使首席执行官不开心将很可能影响董事的连任。只要薪酬一揽子计划有依据,董事会因此有支持首席执行官薪酬安排的动机,而薪酬安排是首席执行官最关心的事。除此之外,如果一名董事因阻止高管人员的薪酬安排而出名的话,这将只会影响其进入其他公司董事会的机会。

新的证券上市规则试图给予独立董事们更大的董事提名权,削弱但非消除高管人员对董事提名的影响。首席执行官的期望将会继续影响提名委员会的决定,因此被任命的董事当然会被期望与首席执行官紧密合作。从现实的角度看,董事候选人如果被首席执行官否决,将不可能指望被董事会提名。即使被提名,此提名也可能会被否决。即使首席执行官不能影响提名,提名委员会的成员也不可能会提名一个将来可能会对首席执行官的薪酬采取严厉态度的人。他们可能希望避免对首席执行官的薪酬产生争议而与首席执行官站在一起。其原因将在下文阐述。

(二)首席执行官有权使董事受益

首席执行官有各种方式使董事们个人或董事会集体受益。一个方式是首席执行官可以影响董事们的薪酬。作为公司的领导,首席执行官通常既是董事会成员又常常是董事会主席,可以选择鼓励或不鼓励给董事加薪。对首席执行官比较慷慨的独立董事们自然期望首席执行官使用他/她的布道支持给董事加薪。在某个时刻对首席执行官的慷慨可以制造对董事慷慨的氛围。事实上,一项研究发现首席执行官薪酬较高的公司给予董事的薪酬也较高,并且这样的薪酬水平体现的是内幕人员之间的合作而不是更好的公司业绩。

首席执行官经常使用他们支配公司资源的权力对与其配合的董事们个别给予奖励。新的交易所上市标准对首席执行官奖励独立董事的权力作了一些限制,但是也给首席执行官在这方面保留了很大的权力。比如,这些上市要求允许公司给每位独立董事薪酬之外再付高至 10 万美元的报酬,并且对公司支付独立董事的直系亲属的报酬没有限制,条件是他们是公司的一般雇员。

相似地,上市要求只限制并不禁止上市公司与独立董事自己的公司之间的商业交易,并且这些要求对独立董事上任前或上任后,上市公司

与独立董事自己公司的交易毫无限制。这些上市要求还允许上市公司对独立董事经营的或有关联的或支持的慈善机构进行毫无限制地捐款。总而言之,高管人员对公司资源的支配权使得他们能够继续对许多董事进行奖励。这些奖励通常大于多数董事因批准不符合股东利益的高管人员的薪酬标准而带给个人的低微成本。

(三)友谊与忠诚

许多独立董事与公司的首席执行官或其他高管人员早就有个人联系。许多董事甚至在首席执行官被任命之前就已对其承担某种责任与忠诚义务。首席执行官经常参与对董事的任命。其结果是,董事常常以良好信誉服务于首席执行官开始,然后产生对首席执行官的薪酬标准支持的倾向,这种相互行为在许多社会和职业的范畴上看是可预期的和有目共睹的。毫不吃惊地,研究表明薪酬委员会的主任如果是首席执行官上任后任命的,就多倾向于给首席执行官支付更高的薪酬。

(四)团队与权威

除了友谊与忠诚的原因外,还有其他的社会的与心理的力量使得董事们很难抵制服务于高管人员的薪酬制度。首席执行官是董事们的同事,董事们通常会像同事一样对待其他的董事。首席执行官也是公司的领导,他/她的决定和观点对公司的未来发展方向有最重要的影响。在绝大多数情形下,董事们对首席执行官很尊敬和服从。让他们交换位置和同事及领导签订"距离"的合同自然是很困难的。

(五)认识上的不合谐与休戚相关关系

薪酬委员会的许多成员是其他公司现任的和前任的高管人员。由于个人习惯于形成与其自身利益一致的观点,高管们和前任高管们很可能形成支持他们曾经受益的薪酬制度的观点。例如,如果一名高管曾因买卖股票选择权的薪酬方式而受益,他就会反对认为这种薪酬方式给高管们带来了许多的横财的观点。

需要进一步强调认识上的不合谐的是,一名高管如果又是另外一家公司的董事,他就会有一种休戚相关的感觉或是对公司的高管们同情。他当然就倾向于像自己曾经被对待的那样去对待这些高管们。毫不奇怪,我们会看到首席执行官的薪酬是与身为薪酬委员会成员的外部董事

的薪酬水平一致的。

(六)有利于高管的微小成本

董事们通常拥有一小部分公司股票。结果是,董事们批准有利于高管的薪酬安排的个人成本,即其拥有的股票的价值的减少,是非常微小的。这种个人成本因此不大可能抗衡引诱董事们支持有利于高管的薪酬安排的经济的、社会的和心理的因素。

(七)齿轮安排

现在人们普遍认为增加高管人员的薪酬部分出自许多董事寻求给他们的首席执行官支付比同行业的平均薪酬还要高的薪酬。这种实践很普遍,导致了平均薪酬不断增加和高管的薪酬不断升级的现象。一份对大型公司薪酬委员会报告的研究显示这些委员会的绝大多数使用同行业来决定薪酬,他们将薪酬定在同行业薪酬的中等或中等以上水平。这些齿轮安排是和董事们并不寻求股东的最大利益,却乐于采纳任何可能声称是和实践相符合的薪酬安排的现象相一致的。

(八)市场力量的局限性

一些作者声称即使董事们受到高管们的巨大影响,市场力量也将使得董事们和高管们采用"距离"合同下将产生的薪酬安排。然而,我们的分析却表明市场力量既不完善又不强有力地产生这种效果。资本市场,公司管理市场和劳动管理市场对高管的薪酬产生某些限制。但是这些限制一点儿也不严格,他们允许与"距离"合同理论的重大偏差。例如,公司控制—例如收购的威胁。绝大多数的公司有实质的理由反对收购。多数公司的董事是在不同的时间任命的。董事会在两个年度选举之前阻止恶意收购者取得控制,这也常常使得在职的高管们阻止有利于股东的恶意收购。为了克服这个问题,恶意收购者必须准备支付更高的股价。公司控制市场力量的影响被金色降落伞条款和收购者付给被收购公司管理者辅助收购的报酬广泛使用而进一步削弱。因此,公司控制的市场对管理者和董事会产生很小的影响,这给他们提供了商讨有利于管理者薪酬安排的可能性。

(九)新任首席执行官

一些批评我们的研究的人认为,我们对管理者影响的分析并不适用

于董事会与来自公司之外的首席执行官候选人协商其薪酬。然而,尽管这种协商可能比与在职的首席执行官协商更接近于“距离”合同模式,他们仍不能摆脱管理者的影响。与外部首席执行官候选人协商的董事们知道,一旦该候选人成为首席执行官,他/她将会对他们能否再次担任董事和他们的工资及其他报酬产生影响。董事们也希望与未来的公司领导和董事会保持良好的个人与工作关系。同意给外部首席执行官候选人支付好的薪酬不会给董事们带来成本,而协商不成则会给董事们带来尴尬,他们只好重新选任首席执行官,这将给董事们带来成本。最后,董事们由于时间有限,他们不得不依赖公司人事部的雇员和薪酬顾问,而这些人都有个人动机而取悦于首席执行官。

(十)高管的解雇

有些人曾认为在过去的十年里,尤其是在最近的几年里董事们越来越愿意解雇首席执行官。这证明董事会事实上在一定的距离里与首席执行官打交道。然而,解雇只是局限于首席执行官被指控违反了法律或道德水准,或是愤怒的股东们认为其业绩很糟的极个别情形下。如果没有很强的解雇首席执行官的外部压力,首席执行官不可能仅因平庸而被解雇。另外,就是在首席执行官遭解雇的个别情形下,董事会也常常会付给即将离任的首席执行官超出合同规定的报酬以使得其去职显得甜蜜,并减轻董事们的负疚感。总而言之,董事会处理失败的高管人员的纪录并不支持董事会与首席执行官保持一定距离的观点。

综上所述,对董事会成员的动机和现实情形的分析,揭示了公司的董事们与“距离”合同下的公司的董事会决定高管薪酬的行为不同的动机和倾向。最近的改革,例如,证券交易所的新上市规则,可能会削弱但却不能消除其中一些因素的影响。没有其他改革,建立薪酬安排的过程将继续严重偏离“距离”合同的影响。

五、权力与报酬

限制以“距离”合同模式解释高管人员薪酬的因素,说明高管们对其薪酬安排有重大的影响。薪酬安排常常脱离“距离”合同的模式,因为董事们受到管理层的影响,而不能受激励或有效坚持采用服务于股东

的薪酬安排。高管对董事们的影响使得他们能够获得比“距离”合同模式下更多的“租金”和好处。

我们的研究发现,管理者的角色可以解释高管人员薪酬的现象。值得强调的是,我们的结论不是建立在高管人员所获报酬的基础上。我们发现这种偏离之普遍主要是建立在对薪酬安排过程的分析和由此过程中产生的低效率的、歪曲的和不透明的薪酬安排的审查基础上的。对我们来说,管理者影响薪酬的导火索不是高薪,而是其他因素,例如权力与薪酬的相互关系,又如薪酬实践阻止薪酬的数量与不敏感性的相互关系,又如给予离任的执行董事的无缘无故的好处。

(一)权力与薪酬的关系

尽管主要的高管人员通常对他们的董事会有着某种程度的影响,其影响程度取决于公司治理结构的各种特征。管理权的方法预测有更多权力的高管人员与其权力较少的同行相比应当得到更高的薪酬,或者其薪酬不应与其业绩紧密联系。大量的证据表明当高管们有更多的权力时,其薪酬就越高,并且与其业绩的联系就越不密切。

首先,有证据表明当董事会越是对首席执行官较弱或无效时,高管的薪酬就越高。尤其是在下列情形下首席执行官的薪酬相对较高:(1)董事会规模较大,使其难以统一起来反对首席执行官;(2)当多数外部董事由首席执行官任命时,这使得他们对其感激,并感到有义务对首席执行官负责;(3)当外部董事在三家以上的公司担任董事时,他们很容易分散精力。另外,首席执行官同时又兼任董事会主席时,其薪酬更会高出20%—40%,这是和薪酬委员会成员的证券所有权成反比的。

其次,研究还发现一个外部大股东的介入和有利于高管的薪酬制度成反比。一个外部大股东可能会密切监视公司的运作,因此而减少管理者对其薪酬安排的影响。一项研究还发现最大股东的证券所有权和首席执行官薪酬额成反比。更为特殊的是,如果一个外部大股东的股份持有额增加一倍的话,首席执行官的非工资报酬就会减少12%—14%。另外一项研究还发现在外部股东持股没有达到5%(或更高)的公司里,其首席执行官倾向于领取更多的“幸运”报酬——这些报酬与全部由外部因素引起而与管理者的努力无关的利润增加相联系的。这些外部因素

包括石油价格的变化及汇率的变化。这项研究还发现在缺少外部大股东的公司里,董事会在增加首席执行官的以买卖股票选择权为基础的薪酬时,会少量地减少其现金薪酬。

再次,有证据显示了高管薪酬与机构投资者集中化的关系。机构投资者更有可能监督首席执行官和董事会。一项研究发现如果机构投资者的持股越集中,高管的薪酬就较低并与其业绩联系更密切。另外一项研究表明机构投资者对首席执行官薪酬的影响取决于他们与公司关系的性质。这项研究报告说明首席执行官的薪酬是和"抵制压力"的机构的参与成反比的。这些机构指的是与公司没有其他经济关系的机构,因此他们被认为是只关注公司的股价。然而首席执行官的薪酬是和对压力敏感的机构的参与成正比的。这些机构与公司有其他经济关系(比如管理公司的养老基金),因此面对管理者的压力更易受打击。

最后,研究发现了薪酬与反收购条款之间的联系。这些条款使得首席执行官和他们的董事会受恶意收购打击不大。一项研究发现采用反收购条款的公司的首席执行官在采用这些条款前已取得比市场薪酬额更高的报酬。采用了这些条款后,其薪酬随即明显增加。这种趋势是不能用"距离"合同理论解释清楚的。事实上,如果厌恶风险的管理者的工作更稳定,股东们则可以给管理者少付报酬。另外一项研究发现受1984年到1991年期间通过的反收购州立法保护的公司的首席执行官减少了其持股。首席执行官所持股额平均减少了15%,因为持股额的多少对于维持控制权已变得不那么重要了。而"距离"合同则恰恰相反。它预测受反收购条款保护的首席执行官将会被董事会要求增加其持股额以便重振他们对增加股东价值的动力。

(二)管理者影响的局限性

当然董事们能够批准的以及高管们所追求的薪酬是有限的。尽管市场的力量并没有强大到阻止"距离"合同产生的重大衍变,但也确能对高管的报酬施加一些限制影响。例如,如果董事会批准一个被视为极其糟糕的薪酬安排,股东会就不太愿意在恶意收购或争夺投票代理权时支持现任。

此外,如果董事和高管们采用了这样的薪酬安排的话,也会导致产

生社会成本。董事们如果批准一个明显是过高的不符实际的(inflated and distorted)的薪酬可能会被舆论或是他们的社会和经济圈子嘲笑或愚弄。即使其董事位子不会受到威胁,并且潜在的社会成本增强了社会力量产生的限制作用,绝大多数的董事仍然希望避免这样的后果。类似于社会力量,这些潜在的成本支出不能阻止服务于股东的薪酬安排的变异,但是他们会阻止采纳那些明显是滥用权力的和理论上站不住脚的薪酬安排。

管理层采用的一个重要的手段是"义愤"成本。当一个董事会批准有利于管理层的薪酬标准时,董事们和高管们能够承受的经济成本(例如公司收购危险的增加)和社会成本(例如尴尬程度)将取决于其观点对董事们和高管们影响重大的局外人对这些安排的看法。如果薪酬安排引起的义愤越大,潜在的经济和社会成本就越高,因此董事会就不太可能批准这种薪酬安排,于是高管们就越不大可能首先提出此建议。

有证据显示薪酬安排的设计确实受到外界如何看待的影响。一项研究表明在20世纪90年代,首席执行官的薪酬在成为股东大会决议的批评目标后的两年内被降低了。

(三)隐形报酬

局外人对执行官薪酬的批评性看法和义愤的作用解释了管理层采取的另外一个办法:隐蔽。减少民愤的愿望强烈地刺激薪酬安排的设计者们想方设法地使高管薪酬数据和表现等敏感问题合法化、公正化,或者更一般地说来,使其隐形化。

这种隐形化的愿望对薪酬的结构有重要影响。我们揭示薪酬标准的设计者们隐藏薪酬的数量及与业绩表现的关系的企图已经导致这些安排打击管理层的激励机制,因而影响其表现。总而言之,事实表明隐形化的动机对解释薪酬结构的一些扑朔迷离的特征是很有用。

各种掩盖或是淡化薪酬数量及与表现相关性的看法包括高管们的养老金计划、延迟付酬安排以及退休后的报酬。绝大多数的高管的养老金和延迟薪酬安排不能享受与一般雇员的标准退休报酬安排一样的税收优惠。因此这些安排将高管们的纳税责任转嫁到了公司。公司如何有效地支付实物性的退休安排也不明朗。

这些安排使得投资者、监管者和一般大众对高管的薪酬安排难以看清。现行的披露准则并不要求公司披露高管们退休时实际所受报酬的数量,也不要求公司公布高管薪酬的报表。尽管高管们的退休安排必须在公司公众的文件的多处披露,这些披露却很模糊,因为局外人,包括薪酬安排的研究人员和舆论界,注重的是薪酬报表的金额。在最近的一项实证研究中,罗伯特·杰克逊和本文作者之一使用代理声明中体现的信息来评价标准普尔500排行榜中首席执行官的养老金的价值。大约有2/3以上的首席执行官有养老金计划。研究预测了所有最近退休了和即将退休的所有首席执行官的养老金价值。以一个中等收入首席执行官为例,其养老金的实际价值为1500万美元,这相当于担任首席执行官期间全部收入(包括证券性和非证券性收入)的1/3左右。

另外,这项研究还表明一旦养老金报酬被计入高管的薪酬,其薪酬与其业绩的联系就不像通常预期的那样密切。在养老金报酬计入总报酬后,首席执行官的看起来像工资的总报酬(包括首席执行官任职的基本工资和养老金)从16%增长到39%。这项研究所用文件中关于标准薪酬中退休金报酬资料的短缺,歪曲了投资者关于薪酬安排的图画。尤其是,此项资料的短缺导致了:(1)对总报酬的严重低估;(2)对高管一拦子薪酬比较的歪曲;(3)对于高管报酬与其业绩联系程度的高估。

当公司不将高管薪酬中养老金部分公开化,他们也应披露足够的信息以使勤奋的研究者们评估这些养老金的价值。事实却恰恰相反,关于延迟报酬安排的信息披露竟然不能使最细心的分析员对这些延迟报酬安排的价值做出评估。因此这种形式的薪酬对于掩盖数额巨大的非业绩性的报酬极为有效。

(四)无缘无故的告别薪酬

在很多情况下,董事会给予即将离任的首席执行官其薪酬合同中没有规定的报酬。支付这种无缘无故的"告别报酬"即使在首席执行官业绩极差,董事会不得不另选高人的情形下也普遍发生。例如,当mattel总裁Jill Barad被迫辞职时,董事会免除了其一笔价值420万美元的贷款,并另付给她330万美元现金以支付因免除另一笔贷款而需缴纳的税款,并且允许她的未到期的既得期权提前实现。这些无缘无故的利益在

其按照雇佣协议应取得的相当可观的报酬之外。这些报酬包括了2640万美元的终止雇佣合同和每年超过70万美元的退休金安排。

在“距离”合约理论协商如此无缘无故的报酬合同并非易事。董事会有权解雇首席执行官并支付不超过其雇佣合同下的报酬。其实没有必要“贿赂”业绩糟糕的首席执行官下台。另外,无缘无故的告别报酬给人的信号只是削弱下一位首席执行官的动力。

支付无缘无故的报酬是与管理层对董事会的影响相当一致的。由于与首席执行官的关系,一些董事们不愿意更换现任的首席执行官,除非其受到大方的对待。其他的董事们也许在没有无缘无故的告别报酬时支持更换首席执行官但是却宁愿支付此报酬以减轻解雇首席执行官引起的心理不安,或是使得这种分离过程不那么不愉快。在所有这些情况下,董事们支付这些报酬的愿望取决于他们与首席执行官的关系。

当然,就管理权而言,用支付无缘无故的报酬来解雇首席执行官的做法可能在某种情形下有利于保护股东的利益。如果许多董事忠实于首席执行官,这种报酬对于促使多数董事们解决更换首席执行官有利。在这种情形下,如果首席执行官的利刃能够产生比解雇首席执行官的成本更大的效益,这在事实上帮助了股东们。就我们的目标而言,重要的是这些无缘无故的报酬,无论其是否对股东有利,反映了管理层影响的存在和巨大的影响。

六、业绩与薪酬的脱节

在20世纪90年代初期,重要的金融经济学家迈克尔·詹森和卡文·默菲鼓励股东们接受数额更大的一揽子薪酬。他们主张股东应当对更多地关注如何给管理者们提供足够强大的动机而不是关注其报酬的高低。对目前薪酬安排的维护者把过去15年内的涨幅看作是必要的代价——一个值得付出的激励高管的代价。问题在于高管们数额巨大的一揽子报酬与其业绩的联系比通常认为的那样要疏松得多。股东们并未听到他们扔出去的钱的响声。公司本可以用股东需要付出的少得多的成本产生同样的激励作用或使用同样的成本创造更强大的动力。

(一)非证券类的报酬

尽管在过去的十年里高管们以证券为基础的报酬有显著增加,并因此受到更多的关注,非证券类的报酬仍占主要部分。在2003年,非证券类的报酬平均占到标准普尔1500榜上首席执行官和前五名高管的报酬的一半左右。

尽管主要的非证券类的报酬采取的是基本工资和启动工资这些报酬的目的并不在于与业绩挂钩的报酬,许多非证券类的报酬采取的是目的在于与业绩挂钩的奖金形式。尽管如此,20世纪90年代的实践研究并未能发现非证券类的报酬与管理者业绩表现有着显著联系。一项对薪酬实践的密切研究显示为什么非证券类的报酬与管理层的业绩表现并无紧密的联系。首先,许多公司在确定许多奖金性报酬时采取主观标准。这样的标准可以在单独以股东利益为主导的董事会中起到有效的作用。但是,以高管利益为主导的董事会可能会使用他们手中的自由裁量权以保证高管的业绩即使在低于普通标准时也会得到高薪报酬。

此外,当公司采取主观标准时,这些标准及其实施目的通常并不在于奖励那些对公司业绩做出贡献的管理者。奖金通常不以公司的营运业绩或收入的增加为基础,而是以其他标准来计算的。当公司未能达到预期的目标时,董事会可以重新制造目标(像可口可乐公司在2001年;美国电报电话公司在2002年所做的那样)或是制定更低的目标以奖励高管。

最后,许多的董事会仅仅因为收购了其他的公司而对其管理者发放奖金。在1993年到1999年期间发生的大型收购案中有40%左右的收购方公司的首席执行官因收购成功而收到数百万元的奖金。但是收购并未表明管理者应当受到特别的奖励,如果此奖励超出了其因收购成功而收到的期权、股票和现金奖励。高管们并不缺乏进行增值收购的动机。如果有投资者担忧的事情的话,那就是高管们可能会从事于为缔造帝国而进行太多的收购。因此,尽管一项重大的收购可以成为给予大笔奖金的根据,收购奖金不应用做激励的考虑。

(二)证券类报酬的横财

考虑到非证券类报酬和管理者业绩的微弱联系,股东们和监管者期

望使得薪酬更多地与业绩联系。他们不断的鼓励采用以证券为基础的报酬,通常是证券期权的形式。我们强烈地支持以证券为基础的报酬,因其从原则上来说可以给管理层提供必要的激励机制。然而在实践当中,高管证券期权的设计已经使得高管们即使在其业绩平平甚至很差时也会获取大量的报酬。

1. 对市场和行业方面变化的报偿

常规的证券期权使得高管们可以从其期权被批准之日的市场价与期权表面价格的差价中获利。这反过来表明即使是他们公司的业绩比其同类公司的业绩差得多,只要市场和行业方面变化提供了证券价格变化的可能后,高管们也能获利。证券交易价格的主要部分来自市场和行业方面的变化,而非可能体现管理者业绩的公司自身的特征。

尽管有许多方式可能将市场或行业方面变化带来的横财排除,很少的公司采取了可能排除这样的横财的证券类薪酬。不幸的是,大多数的董事会正在改变其以证券为基础的新酬安排以应对外界压力。它们还在选择采取可能会实质降低此类横财的新酬安排。他们正在迈向限制证券类报酬,以致不仅不能限制,有时反而会增加这些横财。

2. 对短期证券价格上涨的奖励

证券期权计划被设计用于不同的方式以使高管们从公司证券价格的临时上涨中获得巨利,即便公司的长期业绩很差。公司给予了高管们广泛的自由以确定激励机制。这项做法对投资高管们有利,但是对股东们来说却是很高的成本。除了被赋予一旦被批准便可实现期权外,高管们通常对行使其期权的时间有很大的决定权,这使得他们可以从其掌握的内幕信息获利。为了和解这个问题,很多公司采用了再投资计划使得高管们能更容易地锁定从证券价格短期上涨中获得的利益。证券期权计划奖励管理者从短期价格上涨获利的特征不仅使管理者的报酬与业绩脱节,并且激励其滥用公司收益。事实上有重要证据表明高管的实施期权的自由权与滥用公司盈利和财务上的不当披露有重要联系。

3. 离任时和离任后的报酬

正像已经指出的那样,高管薪酬中主要部分的现金价值在公司公告的薪酬报表综述里并未表明,因此不包括在标准的薪酬数据里。这种

"秘密报酬"包括高管养老金、延迟报酬安排、退休后咨询报酬。这些不易看见的报酬形式目的不在于注重管理业绩,因此使得薪酬与业绩更加脱节。

以富兰克林·雷斯(Frankin Raines)为例。富兰克林·雷斯在2004年年底被迫从 Fannie Mae's 首席执行官的位子上退休。在卸任时,Frannie 给予他(和其死后的遗孀)一年大约140万元的养老金,此项报酬与 Raines 领导下的公司的证券表现没有任何联系。在对 Raines 薪酬的研究中,我们预测这项与业绩无关的报酬价值大约2500万元。其他的使业绩与薪酬联系疏松化的报酬是即将离任的高管的分离费。被董事会排挤出去的高管们通常要被赋予价值高达两到三年年薪的分离费。这些报酬甚至在高管的表现明显糟糕时也不会被取消。此外,标准的分离费条款并未规定高管在很快地找到其他的工作后其分离费会减少。这些分离报酬(卸任)的安排是否是有效及避免利益冲突是值得怀疑的。非执行高管通常更易被解雇,也在财务上更不容易承担这个风险。他们在被解职时也不被保证必须承担大笔的财务损失。如果执行高管的分离费条款中包括了承担风险的考虑,别人也就会期待非执行高管的分离费条款包括同样的内容。

更重要的是,如果执行高管们的高薪是基于给他们提供激励机制重要性的考虑,大家也会期望其薪酬的安排与非执行高管的相比更加与业绩表现相联系,并且在公司业绩较差时给执行高管提供的保护与非执行高管的低。目前支付卸任费的实践不仅没有加强薪酬与业绩的联系,反而因抹杀对好的业绩与糟糕的业绩区别而削弱此联系。

七、改善透明度

我们现在考虑改善薪酬安排及其产生这些安排的过程。首先的一个改革可看作是没有脑子的人也会做的。这看起来是一个没有理由反对的基础,特别是美国证监会应当要求公众公司加强其对公司高管的薪酬的数量和结构安排的透明度。

金融经济学家对透明度问题关注极小。他们趋向于注重证券价格行为并且认为任何对公众公开的信息——即使仅能为极少数的专业人

士理解,也会被体现到价格中去。因此,经济学家通常对某种信息是否公开感兴趣,而对该信息如何公开的不感兴趣。正像我们已经讨论的那样,证监会的规则要求对首席执行官和其他薪酬最高的高管们的薪酬作详尽地披露。因此,从经济学家关于证券价格的观点看,关于高管薪酬的信息已经很多了。

但是,我们认为承认增强透明度的重要性是极其重要的。披露高管薪酬的目的不仅仅是使得证券价格更准确,还在于对于高管过分有利的薪酬进行检查。这个目的是不能通过只有少数专业人士才能明白而其他人模糊不清的披露来实现的。

政府官员、监管官员和投资者应当检查如何保证薪酬安排持续公开。透明化可以给股东们提供一个关于整体薪酬安排及其与业绩关系的更准确的画面。此外,透明度还会削弱薪酬安排的设计者,选择特殊形式来掩盖其价值而不是体现有效性的作法。最后,透明化给公司带来的成本也很微忽,因为它将仅仅要求公司披露其拥有的信息或可以微少成本获得的信息。即使有了经改进的强制披露要求,没有任何东西可阻止公司自愿披露。公司可选择不采取律师采用的不披露,法律不要求披露的方式。以下的建议可大大增强薪酬安排的透明度。

(一)各种形式薪酬的金钱价值

公司应当对各种形式薪酬价值以金钱来计算并且将这些金钱价值纳入公司提交给证券委员会的薪酬综合报表中。高管们通常接受大量的“隐性报酬”,包括各种形式的养老金,延迟支付的薪酬,退休后的报酬以及咨询合同。尽管这些报酬的某些细节体现在提交给证券委员会的文件中,公司既未被要求对这些形式的报酬的价值作统计,也未被要求将其金钱价值包括在最引起投资者和媒体关注的综合报表中。这些报酬甚至并未包括在研究高管薪酬的金融经济学家使用的标准数据里。

为解决这个问题,应当要求公司对每一项已付或同意支付给高管的报酬进行金钱衡量,然而将其价值包括在当年高管所拿报酬的综合报表中。例如,应当要求这些报表包括在过去的一年里同意支付给高管的养老金报酬的增加。此外,也可要求公司对高管所享受的收入税收优惠(例如在延迟支付的报酬上享受的)加以金钱统计并报告。

(二)披露所有不可抵销的报酬

给高管的报酬有些是可以根据税法的规定由公司抵税的,有些却不能抵销。公司经常在其披露中使用格式化语言,通知股东们高管薪酬安排有些是不能抵税的,但是他们并不提供那些不可抵税部分的细节。应当要求公司提供那些不可抵税的报酬的细节,将这些报酬的金钱价值做统计,然后将其价值披露给投资者。

(三)报告薪酬与业绩之间的关系

应当要求公司向其股东报告高管所受证券类和非证券类的薪酬中有多大部分是归功于市场和行业变化的。这可以通过以下方式实现要求公司计算和报告管理者们实现证券期权的报酬(或是支付限制性股票报酬)。并且要求公司报告哪些薪酬反映了该公司与同类公司相比更成功的业绩表现。如此披露有助于明确公司支付的证券类报酬在多大程度上对管理者的相对好的业绩进行了奖励。

(四)披露股票期权和股票脱手

应当要求公司对其前五名高管出售其薪酬中的证券部分的情况作常规性地披露。尽管一个勤奋的和兢兢业业的研究人员可以从高管们提交给证券委员会的交易文件堆中找到这方面的信息,要求公司整理和报告这些信息有助于使所有的投资者明确管理者们在多大程度上使用了其手中的自由权而发放激励性报酬。

八、改善薪酬安排

设计合理的高管薪酬安排能够以较低的成本激励高管寻求股东价值的增加。但是我们认为目前这些安排并未实现此目标。以下我们提出各种改进方案以便公司增加薪酬与业绩之间的联系并且改进对高管的激励。

(一)减少证券薪酬之类的横财

公司应当尽量考虑采用一种至少过滤了因正常的市场或行业变化,而带来的证券收益的证券类薪酬计划。经过这种过滤后,可以以较低的成本提供同样的激励。甚至可以同样的成本产生更强烈的激励。这不仅可以通过建立兑现期权价格的指数,还可以通过以其他方式实现。例

如,通过将兑现证券期权的价值与市场上同行业上表现最差的公司的证券价格挂钩,可以将市场变动引起的价格变化过滤且不给高管们带来额外的风险。

同样重要的是向限制性证券的移动并非解决横财问题的好途径。事实上,支付限制性证券与普通证券报酬相比提供了更大数额的横财。

(二)减少奖金报酬类的横财

由于同样的原因公司应当考虑采用过滤了因经济或行业变化而改善了财务业绩的奖金报酬。正像绝大多数的奖金计划所寻求的,甚至可以假设注重于财务变化而非证券价格的变化。公司奖励高管们改善公司财务的薪酬安排不是一个提供激励的有效机制。因此,奖金报酬不应以公司本身的收入、销售、盈利等增加为基础,而应以与同类公司相比在这些方面的增加为基础。

(三)限制滥用证券类激励

薪酬安排的改善可以通过限制董事会采用证券类报酬的自由度来实现。因此有必要将支付的证券期权和管理者滥用此支付权的能力分开。要求高管们在被授予证券期权后持续持有证券期权一段时间,将可保证期权在高管手中停留一段时间,以继续保持高管们追求股东价值最大化的兴致。此外,这样的限制也会减少因对高管为公司获得的短期效益增加而后并不持续存在的奖励。

为了防止投机取巧,这些限制还可以用对合同条款的形式防止高管们使用套头交易或其他方式有效地掩盖公司证券价格的跌落。

另外,值得要求高管们提前披露他们要出售其持股的意图,并提供有关此出售的信息,包括将被出售的股票数量。允许高管们在其拥有的内幕信息显示证券价格将下跌时出售其持股会减低对他们的激励。

(四)将奖金与长期效益挂钩

即使有必要对管理者因财务的改善进行奖励,此奖励也不应给予短期效益,而应给予在相当长的一段时间内的效益改善。对高管们提高短期效益而奖励不是有效的激励机制,反而会激励其滥用短期财务效益。

另外应当在薪酬合同中加入一般性的回退条款,该条款要求管理者们将因过分高估财务效益而接受的报酬退回。这样的回退条款是必须

保证的,不论该高管是否应对此财务效益的误解负责。当董事会认为有人要将高管薪酬用一个数据化的公式来计算时,对此项公式的正确应用要求对建立在错误价值之上的薪酬退回。管理原则应当是“无功之禄应当退回”。

(五)警惕因扩张而付酬

由于经营一间较大的公司会增加管理者的权力、声誉和额外的报酬,高管可能有一种动机在牺牲股东价值的基础上扩充公司业务。高管的薪酬安排应当寻求抵销而不是增加此动机。Yaniv Grinstein 和本文作者之一最近做的一项研究表明,高管决定扩大公司经营规模,无论是通过发行新证券为收购或投资活动融资或是通过避免分成,都是与随后增加高管的薪酬有关。由于控制过去的业绩,连任首席执行官的薪酬是与其任期内公司的扩展有积极的和重要的联系。当公司规模扩大可能导致董事会增加高管薪酬时,董事会会牢记公司扩大业务将导致给高管加薪的期望给高管提供了一种即使扩展业务不会增加公司效益也要扩展的动机。

(六)重振股息的中间性

根据目前的证券期权计划,其条款未能及时体现所支付的股票红利。结果,高管们决定付股票红利,其总报酬被减少了。有证据显示在高管薪酬有一大部分是证券期权的公司趋向于付较低的股票红利而通过股票回购支付现金。这种报酬对管理者的证券期权没有多大的负面影响。但是可能不是最有效的报酬方式。为减少高管薪酬决定中的扭曲就有必要将所有以证券为基础的报酬设计成既不鼓励也不打击分配股息的报酬。尤其是对证券期权,可以向下调节进行期权的价格已体现股息的分配。

(七)重新思考高管的养老金

有理由怀疑被普遍使用的高管补充退休计划(serps)会给高官们提供事业发展的报偿。与给非执行雇员提供的养老金计划不同的是,serps不享受税务优惠。鉴于公司给非执行高管的报酬已经从确定的利益报酬转向确定的分利报酬(defined distribution plan),给执行高管的确定分利的报酬是否有分担风险的考虑不甚明朗。确定分利的报酬强迫雇员

们对糟糕的投资表现承担风险,与此不同,确定利益的报酬将投资表现的风险转嫁给公司。无论如何,高管们看起来并不比雇员更缺乏承担风险的能力。当 serps 的好处不明朗时,就会导致动机上的成本。他们给高管们提供主要与业绩表现无关的报酬,因此削弱总体薪酬与业绩的联系。董事会因此应当重新考虑高管补充退休报酬的过多使用。

(八)避免软着陆式的薪酬安排

软着陆式的薪酬安排给因经营失败而被迫辞职的管理者提供了非常慷慨的引退报酬。这些安排稀释了高管们的动机。当公司花费大量的金钱创造了优异与糟糕业绩的报酬差别后,软着陆式的薪酬安排却走向了相反的方向,将优异与糟糕业绩的报酬差别缩小了。

当前,高管们通常被许诺在被解职后被支付慷慨的分离费。除非被解职是由于像触犯刑事法律或是渎职等极个别情形引起的,董事会应当考虑制定条款使解职报酬与高官被解职的原因和其业绩记录联系起来。即使公司坚持现行的董事会对解职的无理由的定义,解职报酬也应局部地与该高管任期内与同类公司相比较而言的业绩表现相联系。一位因公司证券价格表现相对较差而被解职的高管所得报酬应当比一位在公司证券价格表现合理时而被解职的高管所得报酬低。

九、增强董事会的责任感

高管薪酬安排在过去与现在存在的缺陷起因于公司治理结构中存在的问题,尤其是董事会在确定薪酬时缺乏集中考虑股东利益的动力。如果可以依赖董事们集中考虑股东的利益,制定薪酬的过程,以及董事会对高管们原则性地监管将会有重大改善。改善薪酬安排的最为有效的途径是使董事会对股东们更负责和更集中考虑股东利益。高管责任感的增强将“距离”合同模式转化为现实。这也将大体上改善薪酬安排和董事会的业绩表现。

最近的改革要求在主要证券交易所(包括纽约证交所、纳斯达克和美国证交所)上市的绝大多数公司的董事会成员多数是独立董事。独立董事是非公司雇员或与公司无经济关系的董事。这些公司必须任命独立董事为薪酬委员会和提名委员会的成员。尽管这些改革很可能会削

弱管理者对董事会的影响力并增进董事的动力,它们仍然不够。

我们的分析表明,新的上市要求削弱了但未消除高管对董事的影响。更重要的是,独立董事能够做什么也是有限度的。独立性并不保证董事有集中考虑股东利益的动力,也不保证最佳董事可因此选出。除了变为更独立于内幕人,董事们必须变得更加独立于股东。为此,有必要取消目前的为董事构筑壕沟使其与股东绝缘的安排。

首先,有必要将股东更换董事的权力从神话变为现实。目前甚至在业绩较差和股东不满的情况下,董事们被解职的风险也很小。股东替换董事的权力是极为有限的。最近的一项研究表明姑且不论恶意收购的内容,股民挑战董事位置事件的发生在过去的十年里被忽视了。这种状况应加以改变。

为了改善公司董事会的业绩表现,应当减少更换董事的障碍。首先的一步是股东应当被给予提名董事的权利。另外,能引起足够支持的代理权的挑战者应当被允许公司对其因此的支出而进行补偿。此外,应当限制犹豫不决的董事会(这在绝大多数的公众公司中普遍存在)以限制更换董事。摇摆董事会从代理权大战或是恶意收购提出强有力的保护。另外,阿尔玛科恩(Alma Cohen)和本文作者之一的最近的一项研究发现摇摆董事会对公司价值的显著减少有经济上的联系。应当使股东有权每年或至少每两年更换所有的董事。

除了使股东有权更换董事外还应当给予董事会否决权。目前的公司法通过对公司章程中治理安排的改革建议而赋予此权。股东们应有权在公司章程中建议和采纳变革。根据目前的规定,股东们只能通过没有约束力的决议。本文作者之一最近的一项实证研究数据还表明,董事会经常选择不遵守获绝大多数人同意的决议,即使这些决议已被通过两至三次。这种状况实属不必。允许股东修改公司宪章可以最终在没有外部干预的情况下改善公司治理结构。如果担心股东会被短期利益驱动,可以规定由股东提议的修改须经过两次股东大会的大多数票通过。无论股东对修改宪章的支持是多么广泛和持久,否认股东修改公司宪章的权力很可能不必要。允许股东决定公司治理安排将有助于促使董事会对股东更负责任。

为了全面表述目前高管薪酬及公司治理制度中存在的问题,对董事会与股东们的权力分配进行改革十分必要。鉴于政治影响,这样的改革不是很容易就可以通过的。我们已经讨论过的公司治理结构中的缺陷是普遍性的,系统性的,和成本高的。这使得考虑对其改革极具价值。