

行政型治理与经济型治理“相机而动”：对于当前金融高管限薪令的深度思考

袁庆宏¹，邱艾超¹

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

摘要：薪酬制度是协调股东与管理层的利益、使之密切关联的关键要素，其根本是公司治理的重要机制。金融危机背景下，各国的高管限薪令，其本质是对行政型治理与经济型治理的“相机而动”。欧美国家的限薪，凸现了纯经济型治理的负效应和成熟的行政型治理的强化。当前，中国的公司治理体系尚处于摇摆状态，应通过长效的制度建设不断强化薪酬透明度并建立高管考核的市场化机制，推进治理体系的成熟。

关键词：薪酬制度；行政型治理；经济型治理；相机治理

中图分类号： F244.2 **文献标识码：** A

受国际金融危机的冲击和影响，国外金融机构相继调低了高管的薪酬水平。新年伊始，美国奥巴马政府推出针对华尔街高管的“限薪令”——对接受政府“特殊救助”的公司实施严格的高管薪酬新规定。紧接着，我国财政部向各家金融类国企派发了《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)》，这被视为中国版的“限薪令”的肇始。2009年4月7日财政部下发《关于国有金融机构2008年度高管人员薪酬分配有关问题的通知》。规定国有金融机构在清算2008年度高管人员薪酬时，按不高于2007年度薪酬90%的原则确定。

从欧美对金融机构的高管限薪，到我国国有金融机构高管的薪酬管理新办法，理论界、实务界、社会各界从各自角度进行解读。然而，我国限薪的真实动因和操作手段还有许多值得推敲之处。在限薪背后的相关制度尚未成熟的情况下，限薪政策执行中，应注意从相机治理理论出发，克服限薪内容相对“狭窄”、限薪层面较为单一的局限，立足长远，将短期的限薪政策与长效的制度建设结合起来。

1 高管薪酬制定的基本原则

高管层的薪酬激励，与一般员工激励相比，具有明显的特殊性。它不仅是管理学意义上由人的需求、动机和行为链条所涵盖的激励(Motivation)含义，而是更多地转向经济学意义上的由制度安排和运作机制设计所决定的激励(Incentive)含义^[1]。在公司治理框架下，需要对高管薪酬制定的基本规则进行细致梳理，即需弄清楚高管的薪酬究竟如何制定，谁来制定，依据什么制定，在什么时候制定。

公司高层管理人员作为公司的关键成员，他们直接对企业经营的效益负责，直接对董事会负责。在规范的公司治理体系中，董事薪酬要获得股东批准，高级管理人员的薪酬要得到董事会批准。对于CEO的薪酬激励，董事会是激励主体，薪酬委员会是支持部门，CEO负责制定高管的薪酬方案报薪酬委员会审核，最后方案都由董事会审批。高管薪酬的制定要达到“激励相容”的原则。激励相容(Incentive Compatibility)(Hurwicz, 1972)^[2]就是每个组织成员的自利行为结果与既定的组织目标相一致。强化公司高层管理者的激励与约束机制是公司治理中的重要环节，激励方式正从传统的支付薪酬为主向更多参与剩余分享的模式转变。尤其是近年来，随着我国新公司法的颁布，一批关于上市公司及国有控股上市公司实施

股权激励等激励机制的政策法规也纷纷出台，公司管理层激励的制度环境和企业条件发生了剧烈的变化，薪酬激励与产权激励相混合的公司管理层激励计划的设计日趋复杂和精致。

其中，“饱受争议”的薪酬性股票期权是 20 世纪中期兴起、80 年代之后在西方国家大公司流行起来的一种激励方式。股票期权是与公司价值相联系的远期的、存在不确定性的收益，是与经营者努力程度和贡献相关的预期。股票期权给经理人戴上了“金手铐”。本质上，股权激励是一种市场化的激励工具（图 1），实行期权激励往往要具备以下条件，第一，具有良好的公司经理层。所有权到位，是建立所有者和经营者正常关系的一个基础条件。第二，具有比较健全的经理和专业人才市场，建立起市场化配置和评价经理人的平台。第三，要有成熟的资本市场，包括完整的法律制度以及透明度较高的信息披露，股票价值能够反映给公司的基本面。

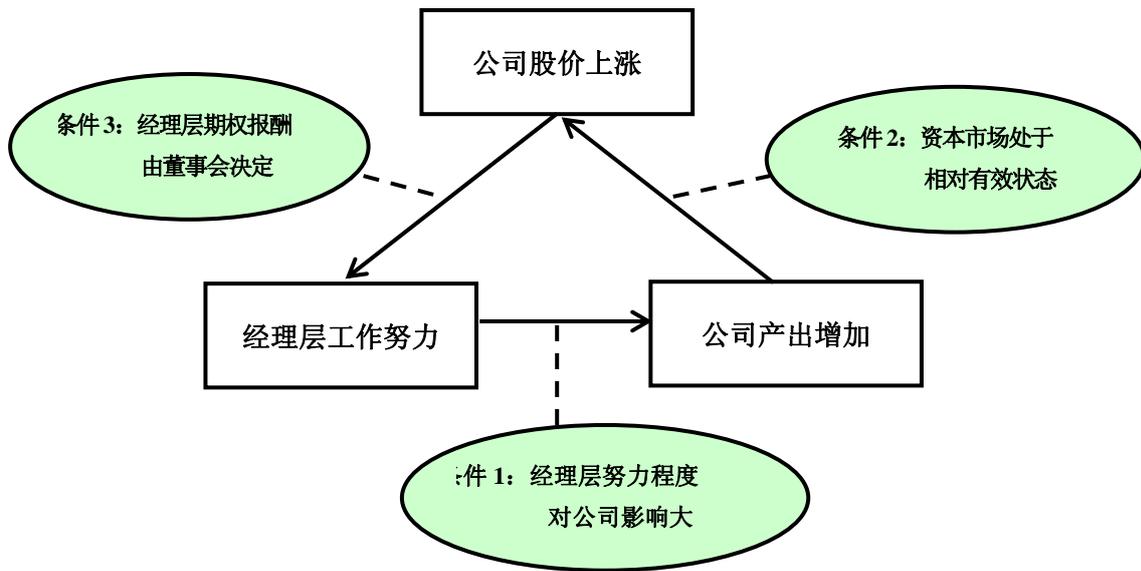


图 1 股票期权发挥作用的逻辑前提

然而，对于我国来说，实行股票期权的条件还不甚完备，容易造成“过度激励”、引发民众责问。所以，2008 年，中国的高管股权激励经历了戏剧性的大起大落。当前，除了招行获准基于 A 股的股权激励计划外，国有控股金融企业的股权激励计划基本被全线叫停，以等待政府更有针对性的指导思路。

2 国际限薪令的多维动机分析

明确高管薪酬制定的基本原则，对于理解公司治理构架中高管薪酬的激励约束机制、限薪令的设计有着重要意义。¹ 限薪动机是指限制高管薪酬的动因与目的。在限薪令是与非的争论前，首先应该认真剖析限薪事件发生的源头。

首先，从欧美限薪的角度来看，奥巴马政府限制所谓的金融高管的“贪婪薪酬”对强化美国部分濒临破产的金融企业的社会责任、增强其民众的信心具有积极意义。其薪酬制度问题表面是由于对高管的过度激励形成的巨大风险，但实际上是高额薪酬的理性回归，有利于企业改善与外部利益相关者（Stakeholder）的关系，提升投资者的信心，从而打造企业的声誉品牌，形成投资者愿意支付的“溢价”（Premium）。麦肯锡公司的调查表明，在成熟的资本市场上，给予公司治理水准高的上市公司以比较高的“溢价”，¹ 是一种“规则”。从操作

¹对于声誉、竞争等隐性激励机制的关注，是企业激励理论的 20 世纪 80 年代经济学将动态博弈理论引入委托代理关系研究之后的新发展，对于企业经营者，尤其是处于长期委托代理关系中的经营者的激励体系设计具有积极的指导意义。

上看，奥巴马政府此次的高管限薪令的铁律是伴随着精确的实施细则一起推出的。例如细则规定，如果接受政府救援企业希望为高管支付超过 50 万美元的年薪，必须以股票形式发放，而这些股票在该企业没有还清政府援助贷款前不得出售或转手等。基于此，欧美的限薪是以相对成熟的公司治理机制为基础的。

中国对高管的限薪，表面来看，一是企业高管薪酬增长过快，高管工资收入比例在企业经营收入占比重过高，引发民众斥责和拷问是主要原因；二是面对金融危机的国际背景，对欧美政府限薪手段的简单效仿；甚至，从更广义的视角来看，此次限薪的下达方式仍习惯性地带着浓厚的行政性色彩。而深层来看，政府在制度环境不完善的背景下，对国有企业高管薪酬的数字限制，能否达到改善企业与外部利益相关者关系的深层目的，究竟是迎合民众呼声，还是手段效仿，还是习惯性的文件下达，值得我们深思。配套制度不完备的直接干预有可能对正在成长中的我国公司治理机制产生负面效应。

其次，高管薪酬具有构成的复杂性和价值的动态性。中国版限薪令限制的是国有金融高管的基本薪酬和绩效薪酬，对其他形式及主体的薪酬限制能力不足。一方面，对于运作规范的公司来讲，导致高管层天价薪酬的部分，往往是高管薪酬构成中的股权激励部分，而这部分恰恰是公司高管之间具体约定的授予条件所决定，政府不便进行直接的干预。我国 2005-2006 年开始在上市公司中尝试高管的股权激励，公司层面的股权激励方案如果已经获得证券监管部门通过，国家层面的干预过多会影响公司合理的治理行为。另一方面，限薪后所形成的薪酬落差会被高管的高额职务消费等隐形消费（Invisible Consumption）所填充。

最后，要注意限薪的方式和层面。中国版限薪的推动者，是以大股东的名义，还是以政府的名义在行使权力？如果是以大股东的名义，涉及的是股东参与治理（Governance）；如果是政府的身分，则涉及的是外部监管（Supervision）。当两种不同的身份集于一体时，行为者在做出行动时，需要有更多的谨慎，来向市场传递出清晰的信号。另外需要认清的是，限薪不能仅仅是“单纯的政策”，要以合理的纠正机制为辅助，在金融危机的大背景下，应该把限薪等一系列制度措施完善起来，作为推进公司治理成熟的契机。限薪的同时应对高管保持适当的激励度，并强化高管的勤勉义务与责任感，防范限薪与激励机制相互矛盾而导致高管不作为或者消极作为。

3 限薪背后：行政型和经济型的“相机治理”

从根本上看，不论是国外高管的天价薪酬，还是我国屡纠难改的国企高薪现象，其背后是一系列薪酬的制度性障碍所造成的。国有垄断性企业的行政性特征，导致国企高管个人的绩效难以厘清，是我国国企高管有别于市场发达国家限薪对象的根本特征。高管薪酬制度是协调股东与管理层的利益、使之密切关联的关键要素。高管薪酬制度的决定机制是公司治理的重要机制之一。从这个意义出发，治理行为、治理模式的相机而动，才是限薪背后真正的“推手”。尤其是金融危机背景下的限薪，凸现了纯经济型治理的负效应和成熟的行政型治理的强化。

英美等国家的限薪，反衬出纯经济型治理的负效应被逐步放大。在以成熟的资本市场、发达的控制权市场、完善的经理人市场为主导的纯经济型公司治理模式下（表 1），高管的过度激励出现负效应。所谓的金降落伞、股权激励等看似相对较好的激励手段一旦“过度成瘾”，就会出现治理失效，推动治理风险加剧，导致危机扩散和蔓延。可以说，正是对金融业高管激励机制所刺激起来的过度风险行为，间接导致了此次全球性金融危机的出现。

表 1 经济型治理模式下股权激励的不同激励约束机制

作用形式 市场类型	信号显示机制	优胜劣汰机制
资本市场	企业市场价值指标	接管（并购）及破产机制
经理人市场	声誉显示	竞争选聘机制
产品市场	企业财务指标	盈亏及破产机制
公司治理结构	公司治理效率指标	监督和制衡机制
法规和政策	法规、政策及关联条例	规范和保障机制

资料来源：平安证券研究所

众所周知，在华尔街金融高管的薪酬中，股权激励占了很大比例，过度的激励诱发“道德风险”和负效应。以倒闭的雷曼公司为例，其首席执行官里查·福尔德从1993年到2007年，共计获得4.66亿美元的收入，其中其他股权收益部分占了整个收入的78%。在过度的股权激励之下，高管们更偏好于自己持有的股票短时间内快速地升值，过度从事衍生品和高杠杆交易，追求短期利益最大化，忽视企业的长期利益。美国的“金降落伞”模式也饱受争议。金降落伞计划旨在保护被并购公司高管人员的利益，但是由于高层得到的经济补偿可能达到一个天文数字，因此，这种补偿反而刺激高管急于出售公司，甚至以很低价格出售，完全损害了股东利益，凸现纯经济型治理的负效应。因此，从公司治理的视角来看，美国版的限薪是以政府为主导的治理形式即行政型治理的强化，其追求的是恰当地运用行政型治理在危急时刻对市场失灵的“相机治理”（Contingent Governance）^{[3][4]}。所谓恰当地运用行政型治理，是强调政府对“经济型治理失效”下的适当支助与干预，有别于我国传统计划经济时代“政企合一的行政型治理”（图2象限①）。这一点和日本公司治理中的主银行(Main Bank)模式是相通的，主银行作为公司的股东，在公司遭遇重大变故时，会强化对治理的干预。

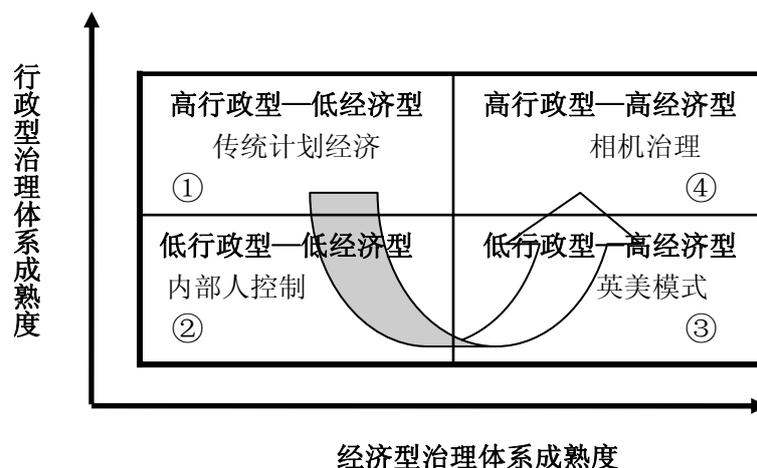


图2 行政型治理与经济型治理的相机组合

然而，中国情况不同。中国正经历从行政型治理向经济型治理的演进^[5]。改革开放30多年来，国有企业从整体上看，公司治理的模式从以往的所有权和经营权高度统合，各级政府部门直接监管企业运营的政企合一式的计划经济时代的“行政型治理”，逐步向“内外治

理机制协同作用”、监管部门等机构对企业充分监管的“经济型治理”方向演进^[6]。但是，政府作为国民经济的管理者与企业国有股东权利行使者这一双重身份所形成的“治理困境”，易造成“经济型治理”外壳下的“行政型治理”或其变形，比如高管薪酬制定中的内部人控制。当前，中国企业却未建立起相应的治理体系，行政型治理放松的同时，经济型治理却未及时确立。由此，行政治理一放松，企业常陷入内部人控制状态^[7]；而企业一旦出现问题，在很大程度上又依赖于强有力的行政型治理。由于经济型治理体系的缺失，企业常在“内部人控制”与强有力的行政型治理之间摇摆^[8]。因此，中国的问题是行政干预过多，经济型治理体系尚未确立，二者之间未能形成高度的互补性。

危机的压力下，我国还刚刚起步的公司治理，面对的问题更加复杂。既存在华尔街过度激励的问题，也存在着福利性收入、职务消费透明度差等问题，缺乏严格的财务、税务和法律约束，带给企业的风险更为多样化。我国刚起步的高管激励体系，激发了高管对产权激励形式的主动追求，而制度化激励滞后会导致大批高管行为扭曲，致使治理风险不断累积^[9]。但这和美国的治理风险的性质有所不同，化解的方式也应不同。其中，国企高管究竟是职业经理人，还是政府官员的利益相关者定位的边界模糊，是中国版限薪令推行的一个障碍。中国版的限薪应该以建立成熟的治理体系为契机，推动规范的治理结构的形成，而不仅仅是手段的模仿，应更加考虑中国治理模式“摇摆不定”的现实。

4 公司治理，制度建设是关键

相对于复杂的调控系统来说，高管限薪只是众多操纵手柄中的一个。应通过其他辅助措施的不断完善，推进行政型和经济型成熟的“相机治理”，防范高管天价薪酬所形成的巨大风险。制度建设是从根本上防范高管薪酬风险，推进治理模式良性互补的关键。在国际金融危机及我国当前的社会经济背景下，可以从以下几方面着手：

首先，加强政府监管，强化薪酬透明度。政府应加强监管，进一步完善相关法律法规。强化对上市金融企业信息披露的透明度，确保人们可以得到足够的信息，真正了解薪酬方案的制定过程。不仅是基本薪酬与绩效薪酬，还应包括股票期权、退休金组合以及额外福利等。目前，经过改制，国有上市金融企业薪酬决定的形式基本合规，但是运行机制、操作过程尚有缺陷。大部分国有银行的公司治理水平和运行效率更低，信息披露不透明、董事会控制弱，无论外部还是内部，对国有银行高管人员监督不足，导致他们更有机会实行权力寻租，获得隐性收入。因此，应通过法律法规的完善和细化防范隐性收入和高额消费。

其次，加强公司治理。当前，中国公司治理正逐步进入包括广大中小股东、消费者、供应商、政府等利益相关者“共同治理”的时代。中国企业必须尽快树立“经济型治理”意识，强化其他利益相关者的利益，包括合理的民情民意；同时，还要根据公司治理“规则、合规、问责”的核心要求，建立健全董事会薪酬委员会及高管薪酬的问责制。真正的公司治理的问责要求“集体决策、个人问责”，特别是要实现从“结构合规”向“机制约束”转变。

最后，建立高管考核的市场化体系。与完善的薪酬制度对应的是金融国企高管人才的市场化，高管的选聘应由市场选择，报酬应符合市场的行情。目前，国有商业银行一般聘请了国际知名咨询公司建立了对普通员工和一般管理人员考核聘用的市场化体系，但是高管的考核聘用市场化体系尚未建立。在中国的背景下，这是一项系统工程，更是一个渐进的过程。

参考文献

[1] JENSEN M, MECKLINGW. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3:305 - 360.

[2] HURWICZ, L. ON informationally decentralized systems. in Radner, and McGuire(Eds.). Decision and

organization [M] .Amsterdam:Elsevier Science, 1972.

[3] 青木昌彦,瑟达尔·丁克.关系型融资制度及其在竞争中的可行性[J].经济社会体制比较, 1997(6):3-9

[4] 林浚清,黄祖辉.公司相机治理中的控制权转移与演进[J].财经论丛, 2003(1):80-85.

奥德赛

[5] 李维安.对计划经济制度下企业治理制度的考察.日本: 三田商学研究, 1996: (39-2) .

[6] 李维安.演进中的中国公司治理: 从行政型治理到经济型治理[J].南开管理评论, 2009 (1): 扉页.

[7] 杨瑞龙.国有企业治理结构创新的经济分析[M].北京:中国人民大学出版社, 2001.

[8] 李维安.公司治理学[M].北京:高等教育出版社, 2005.

[9] 战雪雷.高管薪酬背后是公司治理问题:采访袁庆宏教授[N].中国财经报, 2009-02-26.

Contingent development between Administration Governance and Economic Governance: the deep thought of 'limit the pay of Top Executives' based on Financial Crisis

YUAN Qing-hong¹, QIU Ai-chao¹

(1. Center for Studies of Corporate Governance Nankai University, Tianjin, 300071, China)

Abstract: The Compensation system is the key elements to coordinate the interests of shareholders and management closely. It is an important mechanism of corporate governance essentially. On the background of Financial Crisis, limiting of the pay of top executives is the contingent development between Administration Governance and Economic Governance. The Europe and the United States' limits highlight the negative effects of Economic Governance and strengthen of maturity of the Administration Governance. At present, China's corporate governance system is still in the swing state of the system. Through a long-term construction to strengthen the transparency and the establishment of executive remuneration market assessment mechanism, we can promote the maturity of system of corporate governance.

Key words: compensation system; administration governance; economic governance; contingent governance

收稿日期: 2009-11-29;

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 “中国公司治理发展研究报告” (05JJD630024) 资助。

作者简介: 袁庆宏 (1964-), 男, 山东武城县人, 教授, 博士生导师, 主要从事人力资源管理研究; 邱艾超 (1982-), 山东兖州人, 南开大学公司治理研究中心博士研究生。

¹ 麦肯锡 2002 年进行的一项调查 (Emerging Market Policymaker Opinion Survey Key Findings) 结果。