

经理人薪酬持续上升现象的理论解释

——一个文献综述

中国人民大学财政金融学院 郑志刚

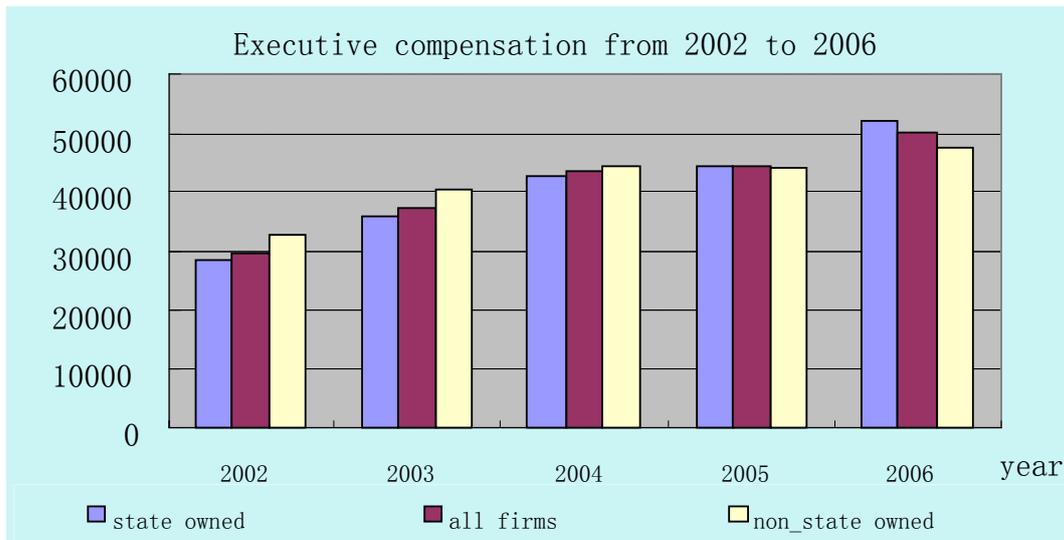
摘要：对于近期许多国家都出现的经理人薪酬持续增长现象，理论界提出了视角各异的解释。本文对其中重要的学术观点进行综述，并结合中国资本市场运行模式的实际对上述理论对解释中国资本市场出现的相同现象的适用性进行评论。本文的讨论将有助于我国理论界形成对经理人薪酬持续增长现象的理解，从而为中国资本市场完善中国企业薪酬激励计划的制定和实施实践和相应的理论研究带来启迪。

近年来，许多国家都出现了经理人薪酬持续增长的现象。例如，美国税务总局的报告显示在1980-1995年间，经理人薪酬总额增长约2000亿，经通货膨胀因素调整后增长达182%；相比之下，同期的公司利润仅增长127%，而非管理层员工的实际薪酬则出现轻微下降(Frieder and Subrahmanyam, 2007)。Mishel, Bernstein, and Allegretto (2005)的研究发现，经理人平均薪酬从1989到2000年大约上升342%。2003年经理人薪酬是普通雇员平均收入的185倍，而在1965年上述比例只有26倍。

2002年前后美国安然、全球通信等系列公司丑闻集中爆发，进一步激发了国际学术界对于惊人增长的经理人薪酬背后原因的研究兴趣。在对传统理论批评的基础上，2003年以来形成一系列新的理论，试图从不同视角对经理人薪酬持续上升现象做出解释。在实务界，美国立法机构则针对这些公司丑闻迅速做出回应。他们先后出台了一系列新的法规（其中最著名的是2002年的萨班斯法案），以希望规范上市公司行为，恢复投资者对证券市场的信心。

有趣的是，作为世界上最大的新兴市场国家的中国，上市公司也出现了经理人薪酬持续增长的现象。从2002至2006年，每年约超过50%以上的中国上市公司提高经理人的薪酬，其中在2002年这一比例高达72.09%。图一展示了中国上市公司前三位高管平均薪酬的增长趋势。

图 1：中国上市公司前三高管平均薪酬增长趋势（单位：人民币圆）



说明：数据来源 CSMAR 数据库，并按照国家统计局公布的年度 CPI 进行了通胀调整。

对于近期许多国家都出现的经理人薪酬持续上升现象，理论界提出了视角各异解释。本文对其中重要的学术观点进行综述，并结合中国资本市场运行模式的实际对上述理论对解释中国资本市场出现的相同现象的适用性进行评论。本文的讨论将有助于我国理论界形成对经理人薪酬持续增长现象的理解，从而为中国资本市场完善中国企业薪酬激励计划的制定和实施实践和相应的理论研究带来启迪。

本文以下部分内容组织如下。第一节讨论有关经理人薪酬激励合约设计的传统观点；第二节对目前理论界对以美国为代表的成熟市场国家出现的经理人薪酬持续增长现象的理论解释进行综述；第三节指出中国资本市场与成熟市场国家的运行模式的异同，并对前述理论对于解释中国资本市场出现的相同现象的适用性进行评论，在此基础上提出未来可能的研究方向。最后简单总结全文。

一、经理人薪酬激励合约设计与代理理论

经理人薪酬研究的现代历史，伴随着代理理论（agency theory）的兴起和广泛接受，始于 20 世纪 80 年代初期。作为现代激励机制设计理论（代理理论）关于事后信息非对称引发的道德风险问题研究结论的直接推论，一个缓解经理人谋求控制权私人收益的重要机制设计是，在聘用经理人前与经理人签订薪酬激励合约，来协调经理人与投资者的利益。这就是经理人薪酬合约设计。代理理论作为一种研究范式被广泛应用于研究投资者与经营者之间的利益冲突，而经理人劳动市场相应成为检验其含义的天然实验室 (Murphy, 1999)。

按照代理理论，在进行经理人薪酬合约设计时，需要遵循以下一般原则。首先，对作为经理人私人信息从而不可证实，甚至不可观察的努力的报酬必须建立在可观察并且在法律上可证实的指标上，因而在实践中经理人薪酬中的奖金部分通常与企业的会计绩效挂钩。在一

定意义上,我国改革开放前国有企业所实行的员工固定工资制度恰恰违背了上述原则。伴随着国有企业的改革和基于企业绩效的效率工资制度的推出,我们不难理解之后出现的员工激励的提高和企业绩效的改善。

其次,激励合约设计要受到经理人的风险态度的影响。对于风险厌恶的经理人,通常还向经理人提供数量可观的底薪和在职消费作为保险。风险厌恶程度越高,作为保险的底薪补偿相应越高。因而最优的激励合约设计是激励和保险的两难冲突(Holmstrom, 1979等)。

第三,经理人薪酬的激励效果与所采取的激励形式有关。除了底薪和基于会计业绩的年度奖金外,在实践中,经理人还可获得股票期权以及长期激励计划等。Core等(2001)、Murphy(1999)等的实证研究表明,经理人薪酬对企业绩效的敏感性随着时间而增加,其中敏感性的增加大部分来自经理人的股权与股票期权激励。股权和股票期权激励计划制定于是成为经理人薪酬合约设计的重要内容。

按照Core等,到1997年年底,美国45%的上市公司已经实施了股票期权。但随着美国安然等公司会计丑闻的爆发,对包括股票期权在内的经理人持股计划提出了普遍的置疑。其中包括,股票期权所依据的股票的市值变化没有真实反映公司的业绩,从而可能不是很好的直接机制;诱使经理人制造假帐,导致会计丑闻的频繁发生等。之后,股票期权等的使用进入低谷。Hall and Murphy(2003)等的研究表明,在美国安然等会计丑闻爆发后,标准普耳500企业向雇员支付的股票期权从2000年的1190亿美元一度下滑到2002年的710亿美元。

事实上,股权激励的负面效应应通过其他相关政策的完善而加以缓解,而不是简单地取消和废止(黄明,2002)。为了避免股票和股票期权等给经理人带来的进行会计欺诈的负面激励作用,在具体的股权激励设计中,可以选择指数化股票期权,以剔除经济走势的影响,反映企业真实业绩;监管部门应强制性地要求公司内部人及时披露有关其股票交易活动的信息;以长期的股票薪酬合约,代替现行的股票薪酬合约(如公司可以要求他们的高级管理人员只能在离开公司后的几年才能出售他们持有的股票等)(参见黄明,2002)。由此,改变目前股权激励所导致的股权激励对董事会和经理人的可察觉成本低于公司提供股权激励的实际经济成本的现状(Hall and Murphy, 2003)。

与此同时,Stulz(1988)等发现,经理人控制的投票权比例越高,接管商在收购股票时将被迫支付高价,导致敌意接管发生的可能性降低。与只有少量股权,同时不追求企业价值最大化的经理人很容易被不满的机构投资者在代理权竞争中解聘或被压低的股价吸引来的敌意接管商更换不同,持有大量股份的经理人实际上获得终身合约。而债务融资或简单发行优先股等不具有投票权的证券成为经理人用有限的资源去控制最优比例的投票权的简便易行的方式。而按照Stulz,持有较高比例股权的经理人将有更多的自由错误配置资源。上述现象被公司治理文献描述为与Jensen and Meckling(1976)等传统公司治理文献所关注的利益分歧(divergence of interests)代理问题不同的盘踞(entrenchment)代理问题

(Morck, Wolfenzon and Yeung, 2005 等)。显然, 在经理人薪酬合约设计时, 经理人的持股量应该以避免导致经理人的盘踞为限。

需要指出的是, 经理人的持股比例通常会受到的外部大股东和机构投资者集中程度的限制。Cyert, kang and Kumar (2002)、Hartzell and Starks (2002) 等的实证研究表明, 外部大股东的持股比例和机构投资者的集中程度与经理人获得的报酬总量存在负相关关系; 而 Benz, Kucher and Stutzer (2001) 则发现股权的高度集中将导致授予经理人的股票期权数量显著下降。

最后, 当经理人的努力是多维, 必然面临不同的任务之间产生配置努力程度的激励冲突。实践中, 在提高某种任务的激励时, 或者可以增加该项任务本身的回报, 或者通过降低另一种任务的回报实现。后者通过降低该项任务的机会成本, 在不增加个体对绩效衡量操纵的同时, 提高了对该项任务的激励, 因而在实际应用中尤为重要 (Holmstrom and Milgrom, 1987 等)。

经理人薪酬合约的实际制定取决于上述几个方面因素的综合。例如, 股权或期权通常作为“滞后的补偿”, 对于缺乏现金的企业而言, 可以缓解当前的资金压力, 同时可能使企业和经理人获得税收的优惠。因而很多公司在选择具体的激励形式时偏好于股权或期权。然而, 对于一个风险厌恶的经理人, 由于股权或期权通常是事后的补偿, 其价值要低于企业现金补偿。如果希望采取股权或期权的激励方式, 同时获得与相同现金补偿方式的激励效果, 则意味着企业与面对风险中性的经理人相比, 必须支付更多的股权或期权。

关于经理人薪酬激励的效果评估, 从 Jensen and Murphy (1990)、Murphy (1999) 开始, 薪酬-公司业绩敏感性分析成为理论研究和实践操作的标准方法。Firth et al (2006) 基于中国上市公司的数据发现, 以国家机构作为主要股东的公司很少采用基于业绩的薪酬方式。相比之下, 控股股东是私人则将经理人薪酬与股东财富的增长或收益率的提高等指标密切联系。上述结果的出现, 相信不仅与中国上市公司基本没有专门的薪酬委员会, 而且与国有控股, 从而经理人的薪酬的设计考核并履行最终演变为需要通过国资委等部门从多样化的目标出发建立的行政审批等制度有关。

二、对经理人薪酬持续上升现象的新解释

传统代理理论认为, 经理人薪酬机制通过将报酬建立在公司业绩基础上来减少经理人和股东之间的道德风险, 因而将经理人薪酬增长归因于企业推出的一揽子高能激励薪酬方案。Inderst and Mueller (2005) 和 Dow and Raposo (2005) 的研究即表明, 由于企业在经济环境中面临的不确定性增加, 增加激励是最优选择。

然而, Bebchuk and Fried (2003, 2004) 指出, 由于所有权与控制权的分离, 管理层对自身的薪酬设计具有实质性影响。经理人通过俘获董事会和薪酬委员会实际上能够为自己制定薪酬。围绕经理人薪酬经理人与作为代表的董事会薪酬委员会的谈判现实与标准代理理论范式中理想化的情形相去甚远。因而, Bebchuk and Fried (2003, 2004) 认为, 基于最优激

励合约设计的传统代理理论对薪酬合约设计缺乏现实基础,只不过是管理层租掠夺的巧妙花招而已。我们把上述视角称为经理人薪酬增长的“租掠夺”(rent-extraction)理论。

我们通过一个具体例子来理解这一点。我们知道,在成熟市场经济国家的公司治理实践中,董事会,特别是其中的薪酬委员会通常被认为代表股东的利益在与经理人讨价还价的基础上设计考核并履行经理人薪酬合约的。然而,由于经理人在提名董事进入新一轮董事会中扮演十分重要的角色,成为董事所带来的丰厚的年薪、名誉和社会交往使每一位希望在下一届董事会选举中重新获得提名的董事有激励讨好经理人;与此同时,经理人同样会反过来参与董事的年薪和津贴的制定;更重要的,一名董事一旦形成“喜欢与经理人对抗”的“声誉”,将很难获得其他公司邀请加入董事会的机会。出于上述三方面原因的考虑,董事在经理人薪酬合约设计问题上通常表现十分暧昧,容易妥协。正如 Bebchuk 和 Fried (2003)指出的一样,经理人薪酬合约设计在成为解决代理问题的潜在工具的同时,自身也成为代理问题的一部分。

在薪酬设计时,管理层一方面要满足政府管制中薪酬强制披露制度的要求;另一方面,则需要平抑外部投资者对经理人薪酬飞涨的公告可能产生的愤怒。为了满足上述两方面的要求,激励性薪酬被人为地复杂化,以致难于估算。管理层还可以采用制定高额退休金计划、保险合同以及金降落伞等方式来巧妙增加自己的实际收入,同时不会激起外部投资者的愤怒。Bebchuk and Fried (2004)指出,当不断变化的环境产生了掠夺额外租金的机会时(或者通过减少外部民众的愤怒和符合管制约束,或者产生新的隐蔽方式),管理层将充分利用它并推动公司乃至外部投资者的认同。

股票期权计划被认为是管理层不会遭到股东的反对,但可以在(无效地)提高激励的掩饰下(有效地)增加自己报酬的一种方法。在承担有限责任和风险规避的条件下,为了使管理层积极参与,有必要提高对业绩敏感性,从而使他们报酬的现金价值增加。Holmstrom and Kaplan (2001, 2003)提供的经验证据表明,美国管理层薪酬价值增加很大程度是由于 20 世纪 80 年代杠杆收购革命之后的基于股票的薪酬增长导致的。

关于决定风险分担和激励之间的最优平衡,代理理论模型的结论是薪酬不应该对经理人控制之外的业绩作出反映,因为这可能不能提供激励(基于业绩的薪酬),只会增加风险。然而,按照“租掠夺”理论,实际中经理人有可能控制薪酬设计程序,因此能从他控制之外的业绩增长中得到好处。因而,该理论以渐深的管理壕沟或反对超额报酬的社会规范逐渐放松向经理人薪酬持续增长的现象提供了解释。随着美国公司丑闻的不断涌现及美国公众对美国公司治理体系控制的担心,经理人薪酬的租掠夺理论得到理论界的迅速认同。

Bolton, Scheinkman, and Xiong (2005)注意到网络和技术泡沫成为经理人薪酬持续增长时期重要的发明。他们指出,技术产生的不确定性可能加剧投资者之间观点不一致,这反过来助长了股市中的投机行为,并导致股市泡沫的出现。在他们扩展的代理理论框架中,假设由于投资者之间观点迥异出现的均衡股价并不总是包含无偏的公司基本价值的度量的可能性,从而得出最优激励合约设计将导致了经理人严重的短期行为导向,将助长以牺牲公

司长期基本价值为代价的投机和操纵短期股价行为的发生。Bolton, Scheinkman, and Xiong (2006)的贡献在于,即使在传统的代理理论框架下,通过引入现在投资者和将来投资者之间的利益冲突能够合理地解释为什么向经理人提供基于股票期权的薪酬合约对于股东而言是最优的。原因是薪酬合约允许现在的投资者(当然包括经理人)在投机性股价上升前获利,即使股价随后急剧下跌,相应的损失由将来的投资者承担。这一理论显然为在投机市场中出现的基于股权的经理人薪酬持续增长现象提供了新的解释视角。我们把上述理论称为“现在投资者和将来投资者之间的利益冲突”(the conflict between current and future shareholders)理论。

Bolton, Scheinkman, and Xiong (2005)指出,技术泡沫导致一系列新趋势,其中之一是盈余管理的增多,从司空见惯的盈余调整到彻头彻尾的会计丑闻。这一变化集中体现在美国20世纪90年代盈余调整报告的急剧增加。例如,1992年只有6起年报的调整,1993年为5起,而在1997-2000年期间却多达700多起。Frieder and Subrahmanyam (2007)发展的理论则将经理人通过操纵财务报表与其薪酬的增加联系起来。按照Frieder and Subrahmanyam (2007),由于缺乏专业的知识和分析能力,外部分散投资者通常无法确切了解经理人操纵会计报表的程度。因此当小投资者构成市场中某一公司股票的主要客户群时,外部投资者总体精明程度的下降,为经理人通过操纵会计报表来增加自己薪酬的做法带来了便利。而随着科学技术的发展和市场交易成本的降低,更多小投资者进入市场成为一些公司股票的主要客户群,经理人提高自己薪酬的可能性相应增加。因而经理人薪酬增长的现象可以简单解释为技术进步导致的外部投资者总体精明程度的下降。我们把上述理论称为经理人薪酬增长的“精明缺失”(lack of sophistication)理论。

Frieder and Subrahmanyam (2007)进一步以股票交易量作为客户转换和个人投资参与程度的代理变量来检验上述理论模型的实证含义。他们提供的证据表明,经理人薪酬与该公司股票交易量横截面相关,因此,如果有更多投资者购买该公司的股票,则其经理人将获得更高的间接薪酬。其实现形式更多借助长期激励收益,人身保险等辅助薪酬形式。

Gabaix and Landier (2007)则注意到,经理人的才能各不相同,在竞争性分配环境中被匹配到各公司中。而经理人才能的很小的差异却能导致薪酬的巨大差异。因而,他们特别强调企业间的互相传染和攀比可能是导致经理人薪酬增长的潜在原因。如果一小部分公司决定支付比其他公司更高的报酬(或许是由于糟糕的公司治理),所有的经理人薪酬将比一般均衡数量高出很多。经理人的均衡报酬随着所在公司的规模和经济体中所有公司的平均规模的扩大而增长。他们的研究表明,至少在最近几十年里,大公司的规模扩张解释了经理人薪酬在公司间、跨时期和国家间的差异。特别是在他们模型参数分析表明,1980-2004年间美国经理人薪酬6倍的增长完全归因于同期公司市值的同比例增长。

他们认为公司价值增长低于美国的国家,其经理人薪酬增速也往往低于美国。经理人薪酬水平上的跨国差异中的一部分可由公司规模差异解释。因而,在他们看来,近年来出现的经理人薪酬持续增长现象是对公司市场价值增加的有效均衡反应,而不是由代理问题引起

的。我们把上述视角称为经理人薪酬增长的“效率均衡反应”(efficient equilibrium response)理论。

从租掠夺理论,现在与将来投资者利益冲突理论、精明缺失理论到均衡反应理论,我们看到,从对传统代理理论在解释经理人薪酬持续上升的现象的不足的批评出发,2002年安然等公司丑闻爆发以来,理论界从不同的视角对经理人薪酬持续上升这一现象提出理论解释。它们共同构成了经理人薪酬增长理论,对我们理解经理人薪酬持续增长的现象提供了有益的视角。

三、法律对投资者权力保护的改善与经理人薪酬增长

正如本文引言部分指出的,在中国资本市场同样出现了经理人薪酬持续上升的现象。现在的问题是,我们是否可以简单应用上述理论来对中国资本市场出现的相同现象予以解释?

传统代理理论认为,典型的经理人薪酬合约是通过建立在公司业绩上的薪酬设计来协调经理人和股东之间的利益冲突,降低代理成本。在实践中,经理人的薪酬在底薪之外,通常还包括基于会计业绩的年度奖金、股票期权和长期激励计划。传统代理理论将经理人薪酬持续增长归因于企业推出的一揽子高能激励薪酬方案,特别是股票期权等的实施。

Bolton, et. al. (2006)发展的现在和将来投资者之间利益冲突理论强调,一方面,如果现在和将来投资者之间存在利益冲突,最优薪酬合约的设计将导致严重经理层短视倾向,助长了以长期公司基本价值为代价进行投机和操纵股价的行为。另一方面,经理人在设计其薪酬时,面临着薪酬强制披露制度约束重要管制和社会约束与飞涨的薪酬公告激起外部投资者可能的“愤怒”反应的困境。因此,经理人倾向于通过设计非常复杂且难于估价的薪酬合约来避免外部投资者的负面反应,而高股价高报酬的报酬设计于是变得更容易为外部投资者所接受。

我们看到,无论传统代理理论还是现在和将来投资者之间利益冲突理论都强调了股权激励计划等在经理人薪酬持续上升中所扮演的角色。但需要说明的是,这些理论并不能简单地运用于中国市场。原因在于中国上市公司很少使用股票期权和其他长期激励计划。统计表明,从2001年到2005年,我国上市公司经理人是否持股均值为0.09,表明大约只有9%的上市公司的经理人持股。我们很难解释同期超过50%以上的中国上市公司增加经理人薪酬的现象。

Bebchuk and Fried (2003)发展的租掠夺理论则表明,经理人薪酬谈判的现实情形与标准委托代理范式的平等讨价还价机制相去甚远。在所有权和经营权分离的条件下,管理层对自身薪酬设计有实质性影响。管理层可以通过俘获董事会和薪酬委员会,实际上能够为自己设计薪酬。由此导致的结果是,管理层可以从他们控制之外的非正常业绩增长中获益。

然而,中国上市公司有别于其他国家上市公司的重要特征是股权结构的集中和控股股东的国有性质。大部分中国上市公司都存在一个控制性股东来为公司制定公司战略和经营政策。控制性股东可能是国家、地方政府或国有法人,控制性股东通过董事会中的利益代表或

行使其投票权来对公司进行实质性控制。根据 1993 年《公司法》(1999 年修订)和中国证监会 2001 年颁布的《上市公司治理条例》的规定,董事会应基于控股股东关于高管薪酬的建议作出决定。与许多发达国家相比,中国的上市公司没有薪酬委员会,也没有外部的薪酬咨询公司来提供独立的建议,因此经理人薪酬的主要设计者是控制性股东。中国上市公司设有监事会,形式上可以监督董事会的行为和决定。但监事会通常被认为是弱势且无效的机构,因而他们对经理人薪酬设计的影响也十分有限。对于国有控股的上市公司,其控股股东通常是国资委或地方财政局等机构。尽管一方面相关政策规定禁止政府官员直接参与企业经营,但另一方面一些官员可以通过政治程序选拔出来代表国家担任上市公司的非执行董事。因此政治对于企业经营尤其是管理层薪酬设计影响力不容忽视。因而,面对具有强大的经济和政治影响力的控制性股东,很难想象中国国有控股上市公司的经理人能控制并影响薪酬设计程序,甚至自己为自己设计薪酬。

我们看到,尽管与其他成熟市场经济国家类似,中国资本市场最近也出现了上市公司经理人薪酬持续上升的现象,但可以为成熟市场经济国家经理人薪酬持续增长的现象提供解释的理论并不适用于中国,因此要对中国上市公司的经理人薪酬为何持续增长的现象提供合理解释,需要进行独立研究。

事实上,对于租掠夺理论的预测,Hermalin (2005)指出,20 世纪 90 年代公司治理的实际发展趋势与租掠夺理论描述的情形恰好相反。例如,在这一时期,美国公司董事会独立性在增强,外聘经理人比例在提高,经理人平均任期在缩短,经理人强制离职率在提高。因而,在 Hermalin (2005)看来,20 世纪 90 年代美国公司高管薪酬增长很大程度上是由于董事会力量的加强所导致的。在一个竞争激烈的环境中,面对风险更大、需要付出更多努力的工作,管理层当然有理由要求更高的报酬。Hermalin (2005)因而把管理层薪酬的增长理解为公司治理加强的反映。经理人被解雇的可能性越大,作为补偿,他们的报酬应该增长更多。Cunat and Guadalupe (2005)提供的经验证据表明,更为激烈的竞争和更高的薪酬-公司业绩敏感性之间存在因果关系。

Zheng, Chen and Sun (2008) 将中国资本市场的经理人薪酬持续上升与法律对投资者权力保护的提高联系起来,提供了解释中国管理层薪酬持续增长现象的一个新的视角。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (LLSV, 1997, 1998, 2000, 2002) 等发展的法与金融文献认为,法律对投资者的保护程度是不同国家公司治理和金融发展水平差异的重要决定因素。他们的实证研究表明,更好的法律对投资者权力的保护通常与低的所有权和控制权集中度、更发达的股票市场、更多的上市公司数量和更高的与资产相关的上市公司价值相联系。法与金融文献的经典命题认为,法律对投资者权力保护的增强将减少内部人私人控制权收益,因此随着中国公司治理外部法律环境改善,中国上市公司内部人获取控制权私人收益难度将增加。为了在新环境下使管理层激励相容,之前被管理层以隐性方式掠夺的部分控制权私人收益将以显性方式予以补偿,这最终导致了中国资本市场经理人薪酬持续增长的现象。他们的理论背后的直觉与 Hermalin (2005) 类似。经理人面临的状况变差甚至被

解雇的可能性增加，作为补偿，其薪酬必须增长。

基于中国上市公司从2001到2005年的面板数据，Zheng等（2008）在控制现有理论认为的可能影响因素（如公司业绩、公司规模、交易量、换手率等）的基础上，考察了法律对投资者权力保护增强是否导致经理人薪酬增长。该文提供的证据表明，中国上市公司管理层薪酬增长趋势一定程度是由法律对投资者权力保护增强导致原来隐性的管理层私人收益以显性的方式补偿引起的。尽管新兴市场存在的经理人薪酬增长趋势可能是管理层榨取租金所致，这些国家的公司仍可以通过合理提高经理人报酬来弥补因法律对投资者权力保护程度提高而导致的管理层之前榨取的私人收益减少的损失，以确保新环境下的管理层激励相容。

四、评论性总结

如同世界上的其他国家一样，中国的上市公司近来同样出现了经理人薪酬显著增加的现象。经理人薪酬持续上升现象引起了广泛的公众关注和学术研究。然而，对西方国家上述现象解释的理论并不能简单被扩展到中国的情形。这是由于，首先，大多数中国上市公司具有国有性质的控制性股东，经理人并不能像Bebchuk and Fried（2004）所指出的那样通过俘获董事会而为自己设定薪酬；其次，在中国只有极少上市公司以股权和股票的形式向经理人提供报酬，因而不大可能按照Bolton等（2006）预期的那样借助股权激励计划来无效地提高经理人薪酬。因此要对中国上市公司的经理人薪酬为何持续增长的现象提供合理解释，需要进行独立研究。

基于中国法律对投资者权力保护日渐改善的事实，Zheng等（2008）的理论和证据表明，中国上市公司经理人薪酬的增长与法律环境保护的改善有关。随着法律对投资者权力保护的改善，经理人被迫放弃部分私人利益。为了在新的环境下使经理人激励相容，原来被经理人攫取的部分私人收益以显性的方式补偿给经理人，最终部分导致经理人薪酬的增加。该文的理论和证据由此为法律对投资者权力保护改善的新兴市场出现的经理人薪酬增长现象提供了一种新的解释视角。

该文的分析表明，看似相同的经理人薪酬持续增长现象，其背后的原因可能是不同的。尽管包括中国在内的新兴市场国家出现的经理人薪酬增长趋势可能是管理层榨取租金所致，这些国家的公司仍可以通过合理提高经理人报酬来弥补因投资者法律保护程度提高而导致的管理层之前榨取的私人收益减少的损失，以确保新环境下的管理层激励相容。

参考文献

1. Bebchuk, L., and J. Fried, 2003, Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives* 17, 71-92.
2. Bebchuk, L., and J. Fried, 2004, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
3. Berle, A., Jr., and G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago: Commerce Clearing House.
4. Bolton, Patrick, Jose Scheinkman, and Wei Xiong, 2005, Pay for Short-term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets, *Journal of Corporation Law* 30, 721-747.
5. Bolton, Patrick, Jose Scheinkman, and Wei Xiong, 2006, Executive Compensation and Short-termist Behavior in Speculative Markets, *Review of Economic Studies* 73, 577-610.
6. Burkart, Mike, Fausto Panunzi, and Andrei Shleifer, 2003, Family Firms, *Journal of Finance* 58, 2167-2201.
7. Core, John and Wayne Guay, 2001, "Stock Option Plans for Non-Executive Employees", *Journal of Financial Economics*. 61:2, pp. 253-87.
8. Cunat, Vicente and Maria Guadalupe, 2005, Globalization and the Provision of Incentives Inside the Firm, . Columbia University, Working Paper.
9. Cyert, Richard, Sok-Hyon Kang and Praveen Kumar, 2002, "Corporate Governance, Takeovers, and Top-management Compensation: Theory and Evidence." *Management Science*. 48:4, pp. 453-69.
10. Dow, J., and C. Raposo, 2005, CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy, *Journal of Finance*, 60, 2701-2727.
11. Fan Gang, and Xiaolu Wang, 2006, NERI Index of Marketization of China's Provinces, Beijing: Economics Science Press (in Chinese).
12. Frieder, Laura and Avanidhar Subrahmanyam. 2007. Executive Compensation and Investor Clientele, UCLA, Working paper.
13. Gabaix, X., and A. Landier., 2007, Why Has CEO Pay Increased so Much?, *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
14. Hall, Brian J. and Kevin J. Murphy, 2003, "The Trouble with Stock Options", *Journal of Economic Perspectives* 17:3, pp. 49-70.
15. Hermalin, B. E., 2005, Trends in Corporate Governance, *Journal of Finance* 60, 2351-2384.
16. Holmstrom, B. 1979, Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics*

10, 74–91.

17. Holmstrom, B., and S.N. Kaplan., 2001, Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives* 15, 121–144.

18. Holmström, Bengt and Kaplan, Steven, 2003, The State of U.S. Corporate Governance: What' s Right and What' s Wrong? *Journal of Applied Corporate Finance* 15, 8–20.

19. Holmstrom, B. and P. Milgrom, 1987, Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, *Econometrica* 55, 303–28.

20. Inderst, Roman and Holger Mueller, 2005, Keeping the Board in the Dark: CEO Compensation and Entrenchment, New York University, Working paper.

21. Jensen, M.C., and W.H. Meckling., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.

22. Jensen, M., and K. Murphy, 1990, Performance Pay and Top-management Incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225–264.

23. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52, 1131–1150.

24. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.

25. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, 2000, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3–27.

26. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance* 55, . 1147–1170.

27. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 2002, Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance* 57, 1147–1170.

28. Li, Donghui, Fariborz Moshirian, Peter Kien Pham, and Jason Zein, 2006, When Financial Institutions Are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments, *Journal of Finance* 61, 2975–3007.

29. Mishel, L., Bernstein, J., and S. Allegretto, 2005, The State of Working America 2004/2005. A Publication of the Economic Policy Institute, Washington, DC. Ithaca, NY: Cornell University Press.

30. Morck, Randall, Daniel Wolfenzon and Bernard Yeung, 2005, “Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth”, NBER Working paper.

31. Murphy, Kevin J., 1999, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics, edited by Orley Ashenfelter and David Card, Vol. 3, Bk. 2., New York: Elsevier.

32. Stulz, Rene M., 1988, “Managerial Control of Voting Rights.” *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.

33. Pagano, Marco, and Paolo Volpin, 2005, Political Economy of Corporate Governance, *American Economic Review* 95, 1005-1030.

34. Zheng, Zhigang, Chao Chen and Yanmei Sun, 2008, Legal Investor Protection, Corporate Governance and the Increasing Trend of Executive Compensations: Evidence from China, working paper, School of Finance, Renmin University.

35. 黄明, 2002, “会计欺诈和美国式资本主义”, 《比较》第2辑, 35-47, 中信出版社。