

第八章 董事薪酬与激励

引言

董事薪酬，是公司为董事在董事会及其下属委员会所提供的服务而支付的报酬。董事薪酬是公司治理的一项重要内容。董事薪酬的主要目的是激励董事努力履行自己的职责。董事会是受股东之托监督管理层的机构。董事的声誉和薪酬是激励董事监督管理层、维护股东利益的机制的一部分。由于现代公司的运作对董事的时间投入和资历要求越来越大，同时董事的财务和声誉风险也日益增加，吸引合格的董事越来越难，薪酬成为激励董事越来越重要的手段，公司董事薪酬出现增加的趋势。采取适当的董事薪酬制度，可以吸引和留住高素质的董事，激励董事更好地监督管理层，避免董事在其位而不谋其政的现象，促使董事把股东利益最大化和公司利润最大化作为工作的出发点。

专栏 8.1

美国独立董事报酬猛增

据外电报道，公司治理改革使美国公司召开的董事会会议时间更长、频率更高，独立董事获得的报酬也急剧上升。2004年薪酬数据分析显示，美国最大的200家公司给予所谓“非雇员”董事的平均薪酬上升了13.4%，达17.7万美元，为这些董事参加会议而支付的费用跃升了逾三分之一。这是过去三年来薪酬增长停滞后的首次上升。但董事们受到的压力不断加大，他们被认为是企业的监护人，要防范从审计丑闻到过度支付奖励等一切事物，这种压力导致了更大的工作量和更大的风险。

纽约珠美尔咨询公司(PearlMeyer&Partners)董事总经理爱德华·阿彻(EdwardArcher)说：“这像是危险工作的报酬，独立董事担心他们的名誉所面临的风险，以及他们必须在文件上签名这一事实所带来的法律责任。”珠美尔公司表示，现在大多数公司选择向董事发放股票，外加固定的年度预聘金。过去公司所依赖的津贴方式是不固定参会费、股票期权以及养老金等，但这种做法遭到了批评。

对一些公司来说，股票奖励目前构成了董事薪酬的主要部分。以高盛为例，根据新的薪酬安排，董事每年可获得公司价值28万美元的限制性股份，外加一笔高达10万美元的聘金。但与经理层的薪资水平以及按规定给予董事法律保护的保险费相比，

删除的内容:

这些费用仍是相形见绌。例如，通用电气向它的 12 位独立董事支付 25 万美元费用，但用于董事和高级管理人员的保险费开支却高达 2520 万美元。

资料来源：中国证券报 2004 年 7 月 7 日

董事薪酬传统上通常包括董事会年度顾问费、委员会主席费或年度顾问费以及会议费，但近年来股权薪酬所占的比例越来越高，成为董事薪酬中最显著的变化。原因主要在于 20 世纪 80 年代后期以来，旨在实现股东价值最大化的公司治理运动全球兴起，促使公司董事薪酬更多地采用股权形式，以协调公司董事与股东的利益。

针对 20 世纪 80 年代一系列的公司失败，80 年代后期，英美出现了实现股东价值最大化的公司治理运动。公司治理运动的一项重要内容是公司薪酬政策。公司治理运动的倡导者，如美国一些大机构股东，批评公司高管薪酬政策，认为薪酬没有和绩效挂钩。这些指责，直接推动了公司授予更多股票和股票期权给公司高管，使得公司高管股权薪酬运用非常普遍¹。当股权薪酬成为公司高管薪酬重要组成部分时，公司治理运动的倡导者开始转向外部董事，并发起了相似的运动，即把董事薪酬与长期股票绩效挂钩，进而与股东利益挂钩。加利福尼亚公务员退休基金（Calpers）提出，董事薪酬的相当大一部分应是股权薪酬。美国的公司治理活动家奈尔米诺（Nell Minow）指出，一个功能健全的董事会“最重要的”必备条件是，“所有董事都在公司拥有相当的个人利益”。1994 年 12 月全美公司董事协会（NACD）成立蓝带协会，专门研究董事薪酬支付，建议增加董事持股，进一步推进董事薪酬改革。到 1998 年美国公司开始广泛地引入董事股权薪酬机制。

¹ 美国公司高管股权薪酬占整个薪酬的平均比例由 1984 年的 0 增加到 2000 年的 63%。

专栏 8.2 全美董事协会董事薪酬指引

公司董事会应该：

- 1、建立一个客观的薪酬决定程序。
- 2、为每一位董事持股设定一个重要目标及达到这个目标的期限。
- 3、明确期望达到的各种董事薪酬的总价值。
- 4、取消现有的福利项目，不再提供新的这方面的项目。
- 5、不雇佣董事或董事的公司为本公司提供专业或财务的服务。
- 6、在委托书中充分披露决定董事薪酬的宗旨和程序以及薪酬各组成部分的价值。

资料来源：全美公司董事协会

1985年，在美国前200强公司中，股权薪酬在董事总薪酬中仅占约2%的比例；1994年该比例上升到26%；到1998年，该比例已经超过了50%。据《公司董事会》（2000）报告，标准普尔500家公司中49%的公司授予股票期权给董事作为薪酬，而1995年该比例为32%。对董事股权薪酬的认同程度在世界不同地区是不一致的。相对其他地区来说，美国的商界领袖更热衷于将非执行董事的利益与股东利益挂钩。据哈佛商学院/波士顿咨询集团的一项研究，在被问及非执行董事的报酬是否应当面临重大“风险”，即以股票或期权形式发放时，41%的美国首席执行官表示同意。欧洲的这个比例为17%，亚洲则为34%。在英国，年度薪酬制占主导地位。2003年，对富时指数（FTSE）250家成分股公司中的90家进行的调查表明，仅有两家向非执行董事提供了股票期权。仅有9家部分以股票形式支付薪酬。

董事的股权薪酬只是董事股权激励机制的一部分。公司董事（以及高管）的股权激励，除了股权薪酬外，还包括董事自己出钱融资持有公司股票的董事持股。事实上，在20世纪80年代，当公司董事和高管人员的股权薪酬计划还不普及时，董事必须自掏腰包购买股份。在80年代美国，KKR等投资公司在杠杆收购和重组绩差公司过程中，几乎都要求公司高层管理人员必须用自有资金或借款购买公司股份。董事（和高管人员）自掏腰包持股，有很强的激励作用，因为董事和高管人员把自己已有的一部分财富投入到公司中，董事和高管人员和公司股东绑在一起，一旦公司业绩下降、股价下跌，董事和高管人员就要完全承担损失，从而给董事和高管以较大程度的激励和约束，一荣俱荣、一损俱损，能有效地形成股东和董事与高管的利益共同体，培养

董事与高管对公司的忠诚度，树立投资者信心，提高企业业绩（见专栏 8.3）。

专栏 8.3 外部董事自掏腰包购买股份

2000 年，唐纳德·汉布里克 (Donald Hambrick) 和埃里克·杰克逊 (Eric Jackson) 在《加利福尼亚管理评论》上发表了一篇研究报告，题为“外部董事持有权益：改进公司治理的关键”。该报告显示，如果企业的外部董事自掏腰包买入企业相当数量的股权，那么这些企业的表现就会改善。

两位研究者考察了 1987 年至 1996 年间 40 家表现好于同行的企业和 40 家落后的企业。他们在这两组企业间发现一个重要的区别：1987 年，在表现最好的企业中，外部董事平均拥有各自企业 47 万美元的股票；而在表现落后的公司中，这一数字是 8 万美元。考察 1987 年持股情况的决定意义重大，因为在当时，没有几家公司拥有正式的董事股权计划。董事必须自掏腰包购买股份。

这一发现并不令人惊讶。一位外部董事告诉研究人员，他曾在好几家公司的董事会任职，而且经常买入少量股份。“但现在这家公司的首席执行官鼓励我们买入大量股份，我买了大约 50 万美元股票，而我可以告诉你，我对这家公司的关心真是要多很多。”

数年来，有一家公司一直在应用这种理念，那就是伯克夏·哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway)。直到最近，这家公司的董事会看来就像是对公司治理制度的一个嘲弄。公司 2002 年年报列出了 7 位董事，其中 3 位董事姓巴菲特：董事长沃伦 (Warren)、他的太太苏珊 (Susan) 和他的儿子霍华德 (Howard)。其他两位董事是：公司副董事长查尔斯·芒格 (Charles Munger)、公司律师罗纳德·奥尔森 (Ronald Olson)。

不过，伯克夏的股东是以忠诚出名的一群人，这在很大程度上是因为他们的股票已有可观的升值，但也是因为巴菲特先生时常提醒说，所有董事会成员已把大量自己的钱投入了这家公司。

因被要求达到纽约证交所关于独立董事须占多数的规定，巴菲特先生要股东们毛遂自荐。想要成为董事的人必须为人正直，具有商业头脑，并真正关心该公司。还有另外一个条件：他们和他们的家庭必须大量持有该公司的股票。结果有 20 多个人提出申请。董事会否决了所有的人，而推举了巴菲特的四个朋友，这四个人都持有大量该公司的股票。

董事们拥有大量股票，并不意味着他们在看见事情不对时就总会表达意见。正如巴菲特在最近写给股东的一封信中承认，他一直担任伯克夏拥有大量股权公司的董事会成员，而“当有问题的建议被例行批准时，他曾保持沉默”。也许，他指的是可口可乐 (Coca-Cola)，尽管他是该公司的董事，但该公司在首席执行官接替问题上弄得一团糟。

在《重新开始》(Back to the Drawing Board) 一书中，波士顿顾问公司的柯林·卡特尔 (Colin Carter) 和哈佛商学院的杰伊·洛尔施 (Jay Lorsch) 向首席执行官们提出一个问题：他们是否认为本公司外部董事记得上次董事会议上的事。只有 56% 的首席执行官表示肯定。人们敢打赌，那些在公司投入好几十万美元的人，会议上的事儿大多数都记得。

资料来源：2004 年 6 月 10 日英国《金融时报》

虽然股权激励是物质激励中较为有效的激励工具，但是，独立董事拥有股权却似乎有悖于独立董事的独立性，香港交易所正是基于这样的理解规定独立董事所持股数不得超过任职上市公司股份总数的 1%。同样，向独立董事支付高额报酬也被部分人士认为有碍于独立董事保持独立。安然事件发生之后，纳斯达克市场对独立董事制度作了重大的改革，其中一项措施就是不再允许独立董事在上市公司领取最高每年 6 万美元的报酬，更彻底的是对上市公司向独立董事所服务的机构提供捐助也作了最高限制。

对于董事拥有公司股权与企业经营业绩之间的关系，不同的研究者有不同的看法。一方面，Morck、Sheifer 和 Vishny (1988) 等人的研究结果表明，董事拥有的股权与企业的经营业绩存在一定的正相关关系。以托宾的 Q 值衡量公司绩效，他们发现，上市公司绩效与董事会成员所拥有的股权数量存在着正相关关系。Hermalin 和 Weisbach (1998) 的研究结果同样发现，以激励为基础的报酬制度能够有效提高董事监督企业经营的效率。Jensen (1976) 也认为，鼓励外部董事拥有较多的公司股权，是给予其较大激励的好办法。Hanson 和 Song (2000) 研究认为公司董事持股是有效的公司内部治理机制。Kesner (1987) 研究了公司董事持股和公司业绩的关系。研究的样本是财富 500 家大公司中的 250 家公司。研究结果显示，持股的董事在决策过程中发挥更主动的作用，公司业绩也更佳。Kerr 和 Kren (1997) 发现董事持股比例越高，公司业绩也越好。而且，在增加股东价值方面，提高董事持股比例比增加独立董事的人数更有效。Dennis 和 Sarin (1999) 发现，当公司股价不佳时，公司高管和董事的持股会增加。而较高的股价会导致公司高管和董事持股比例的下降。这些研究结果表明，高管和董事所有权与公司业绩间存在正相关关系。

另外一方面，Himmelber、Hubbard 和 Palia (1999) 的研究发现，公司董事和高管持股与公司业绩之间没有关系。Demsetz 和 Vallaonga (2001) 认为，如果考虑决定公司所有权结构的多种因素和董事持股的内生性，董事持股和公司业绩之间可能不存在任何关系。

薪酬委员会的董事薪酬的相当大一部分采取股权报酬形式，使薪酬委员会董事有足够的动力监督公司高管薪酬。一些学者对董事薪酬和管理层薪酬

的关系进行了研究。Evans 的研究发现公司高管薪酬与董事薪酬的现金部分正相关，与董事持股部分负相关。Milliron（2002）的研究也表明，董事薪酬激励强度和高管薪酬激励强度之间存在正相关关系。

董事薪酬水平与构成

我国上市公司董事分为执行董事、外部董事和独立董事三类。不同来源的董事薪酬的构成和水平有所不同。执行董事同时担任公司的行政管理职务，其报酬主要以年薪制形式为主，少数公司执行董事收入以奖金为主，据上海证券交易所 2004 年 4 月对沪市 208 家上市公司的抽样调查，执行董事平均收入为 15 万元，中值为 11.5 万元；外部的非执行董事因代表股东的利益，多半在股东单位支薪，大多数不再在董事会领取薪酬，形成所谓的“零薪酬董事”。在 208 家被调查的上市公司中，只有 7 家向外部董事支付薪酬，其中 6 家从 5000 元到 2 万元不等，一家支付的薪酬达 8 万元；独立董事由于使用其专业知识为公司服务，公司向其支付一定报酬，报酬形式以津贴为主。在 208 家被调查的上市公司中，177 家公司独立董事薪酬以津贴为主，24 家以年薪为主。独立董事的平均报酬为 3.69 万元，中值为 3 万元。此外，据连城公司数据，上海证券交易所上市公司独立董事的平均薪酬为 3.8 万元，中值为 3 万元。

表 8.1

公司董事薪酬调查

	执行董事	外部董事	独立董事
主要薪酬形式	年薪制	基本不领薪	津贴
2003 年薪酬平均值	15 万元	—	3.69 万元
2003 年薪酬中位值	11.5 万元	—	3 万元

资料来源：上证所 2004 年公司治理调查问卷

表 8.2

上海证券交易所上市公司独立董事薪酬分布区间

[0, 2 万元)	[2 万元, 4 万元)	[4 万元, 6 万元)	6 万元以上
78 家	384 家	193 家	67 家

资料来源：北京连城国际理财有限公司董事会数据库

谭劲松(2003)对独立董事薪酬数据进行统计后得出，独立董事的薪酬从2—4万元的区间开始，与公司业绩有一个比较明显的正相关关系，公司业绩随着独立董事薪酬的增加而上升，在8—10万元的区间达到最大，到了10万元以上的区间，公司的业绩再度趋于下降。根据荣正咨询公司对2003年独立董事薪酬数据的分析，独立董事津贴与总资产的相关系数为0.107，并且在0.01水平上显著，独立董事津贴与公司总资产存在极显著正相关关系，这表明公司在为独立董事支付报酬时主要考虑了公司规模的大小。

董事的股权激励

2003年，在上海证券交易所上市公司董事会中，董事不持股的占45.96%，董事人均持有1万股以下的公司共有632家，占总数的85.18%。董事会（单个公司董事会全体成员）平均持股总量为1,243,591.95股，平均每个董事持股量为150,518.40股。从股权薪酬来看，董事会中实施股权激励的公司更不多，在上海证券交易所208家公司的抽样调查中，96%的公司都没有支付董事股权报酬。总体来看，董事会持股水平偏低，董事薪酬中的股权激励部分太少。

表 8.3

2003年上海证券交易所上市公司董事会股权激励机制

董事平均持股	家数	比例
不持股	341	45.96%

1-5000 股	220	29.65%
5000-10000 股	71	9.57%
10000 股-100000 股	150	20.22%
10 万股以上	31	4.18%

资料来源：北京连城国际理财有限公司董事会数据库

从董事会持股与公司规模关系来看，总资产在 5 亿-15 亿元之间的公司的董事人均持股和董事会平均持股总量最多，分别为 228,229.54 股和 1782057.76 股。资产在 50 亿元以上的大公司董事人均持股和董事会平均持股总量反而最少，分别为 18,176.2 和 1,243,591.95。可见，董事持股数量没有随着公司规模增大而增加，具体见表 4。

表 8.4

董事会持股与公司规模

资产规模	公司数	董事会平均持股量	董事平均持股量
5 亿以下	83	442,233.73	59,854.49
5 亿-15 亿	325	1,782,057.76	228,229.54
15 亿-30 亿	175	1,434,284.33	157,828.60
30 亿-50 亿	85	538,168.41	43,640.35
50 亿以上	75	151,607.63	18,176.20
合计平均		1,243,591.95	150,518.40

资料来源：北京连城国际理财有限公司董事会数据库

从董事会持股与公司业绩(以净资产收益率衡量)关系来看,公司董事人均持股量随着净资产收益率增加而增加,在净资产收益率低于 3%, (3%, 6%), (6%, 10%), (10%, 15%) 这几个区间段内,董事人均持股量分别为 24,231.78 股, 130,942.35 股, 178,451.06 股和 352,776.02 股。当净资产收益率高于 15%时,董事人均持股量有所下降,为 194,598.10,具体见表 5。

表 8.5

董事会持股与公司业绩

净资产收益率	公司数	董事会平均持股量	董事平均持股量
≤3%	233	281,756.09	24,231.78
(3%, 6%)	116	1,402,216.49	130,942.35
(6%, 10%)	208	1,101,705.92	178,451.06
(10%, 15%)	113	3,027,204.10	352,776.02
15%以上	72	1,727,511.67	194,598.10

资料来源：北京连城国际理财有限公司董事会数据库

从董事会持股与国有股比例来看，非国有公司的董事人均持股和董事会平均持股总量最多，分别为 590,910.65 股和 4,685,466.32 股。国有股比例在 50%以上的国有控股的公司董事人均持股和董事会平均持股总量最少，分别为 6870.05 股和 61744.70 股，具体见表 6。这说明董事会持股比例与所有制存在一定关系。国有控股公司的薪酬基本上是行政主导型，没有考虑股权等长期激励计划，而民营企业机制相对比较灵活，董事会持股比例相对较大。

表 8.6

董事会持股与国有股比例

国有股比例	公司家数	董事会平均持股总量	董事平均持股量
0	154	4,685,466.32	590,910.65
1%-10%	49	458,117.47	61,444.15
10%-30%	97	880,223.87	93,541.40
30%-50%	154	469,848.86	42,425.73
50%以上	285	61,744.70	6,870.05

资料来源：北京连城国际理财有限公司董事会数据库

关于董事会股权激励的意义和作用，在上海证券交易所对 208 家公司的问卷调查中，约有 61% 的公司认为有必要推行董事股权激励制度。对于董事股权激励目前的作用，40% 的公司认为有比较大的作用，36% 的公司认为作用一般，24% 的公司认为没有作用。对董事股权激励作用的分歧，反映了董事股权激励制度在中国推行还遇到很多障碍。问卷调查发现，大多数公司认为制约股权激励作用的因素主要包括：法律法规不健全，缺乏操作性细则；董事选聘机制不健全；公司治理内部机制不健全；金融市场效率不高；控股股东改制不完全，等等。

关于董事实施股权激励的最好形式，上海证券交易所的问卷调查表明，27% 的公司认为应采取董事持股制度，44% 的公司认为应采取股票期权制度，14% 的公司认为应采取虚拟股票 / 股票增值权，余下的 15% 的公司认为应采取其他方式。从调查的结果来看，近一半的公司倾向于采取股票期权制度。股票期权是董事和高管股权激励的重要手段，但它也有很大局限性，从美国的股票期权实践来看，由于股票期权的高杠杆性，它的激励效应也存在一定的脆弱性，即当股票价格大大低于股票期权的执行价时，股票期权便几乎没有价值，激励效应也不存在了（见专栏 8.4）。由于我国股票市场的波动性较大，股票期权的这种杠杆性和脆弱性更加明显。相比之下，股票没有杠杆功能，它的激励是对称的，相对比较稳定。针对我国情况，公司应权衡股票激励和股票期权激励的不同效应（见专栏 8.5），选择合适的激励方式。

关于股票的来源，14% 的公司认为应采取增发的方式，32% 的公司认为应从二级市场购买，39% 的公司认为应是大股东（包括国有股东）转让，余下的 15% 的公司认为应采取其他方式。运用提取的奖励基金购买流通股这种方式，在我国目前董事和高管股权激励中是采用得较多的一种方式。其主要好处是没有法律障碍，同时奖励股份来源于市场，价格比较公平。就适应股权激励的实际需要而言，应通过制度创新来完善股票增发的方式，使增发作为股权激励股票来源的一个新的有效渠道。

专栏 8.4

股票期权激励的脆弱性

股票期权的激励效应可分解为杠杆性 (Leverage) 和脆弱性 (Fragility) 两个方面。杠杆性指的是当股价上升时, 期权价值上升的幅度要大于股票上升的幅度, 例如, 当股价上升 50% 时, 期权市场价值可能上升 100%。期权激励杠杆性的另一面是期权激励的脆弱性, 即股票价格下跌时, 股票期权价值下跌的幅度大于股票价格下跌幅度, 例如当股票价值下降 50% 时, 股票期权市场价值可能下降 100%。当股价暴跌, 市场价大大低于执行价时, 期权很快成为虚值期权 (Out of the Money Option), 股票期权对公司董事和高管人员几乎没有激励效应。微软股价在股市景气时期, 曾突破 100 美元, 但后来下降到 20 多美元。2000 年微软员工所持有的股票期权市值曾高达 163 亿美元, 而在 2002 年纳斯达克科技股崩盘的时候, 仅达 50 亿美元。因而造成许多加入微软的新员工所持股票期权的行权价格远远高于股票市价, 股票期权几乎不名一文。在这种情况下, 微软股权激励改为实行限制性的股票计划。微软 CEO 巴尔默在写给员工的信中称, 新的限制性股票计划还将把员工利益和其他股东利益联系在一起。相比较而言, 新计划更稳定, 可预测性更强。

股票期权激励的脆弱性不仅出现在熊市中, 牛市中同样存在。例如, 在 1999 年美国股市最牛的时期, 美国公司公司高管持有的约 1/3 的股票期权都是虚值期权。当然, 在熊市的时候, 虚值期权的比例更高, 在 2001 年达到了 40%。股票期权很容易成为虚值期权的原因主要是股价的分布不是正态分布, 而是对数正态分布 (Lognormally Distributed)。从经济意义上讲, 股价不是正态分布的原因很简单, 因为股价不会是负数, 一年内最多只能跌 100%, 但一年内的上升幅度却可超过 100%。从统计上看, 股价收益的中值要低于平均值。在其他条件相同的情况下, 股票的波动性越大, 股票期权激励效应也越脆弱。

资料来源: 作者分析与整理

专栏 8.5

股票和股票期权激励效应的比较

董事和公司高管的股权激励的形式主要包括股票激励和股票期权激励。在公司董事和高管激励方面, 和期权相比, 股票通常有如下几方面的优势:

第一, 激励稳定。无论公司股价如何波动, 公司高管都不得卖出股票, 必须持有, 这种股权激励是长期稳定的。期权的激励效应是不对称和不稳定的, 期权的收益是非线性的, 取决于股票市场价相对于执行价的变化。当市场股价高于执行价, 期权的激励效应类似于股票, 但当市场价大大低于执行价时, 期权对公司高管和董事可能一文不值, 便失去了激励效应。当期权价值低时, 公司高管通常要求公司降低执行价或授予新的股票期权。

第二, 避免过高风险的投资。公司高管持有股票时, 通常不会因公司股价的变化而从事高风险的投资项目。当公司高管持有期权时, 公司高管则可能会因股价的高低而决定未来投资的风险程度。例如, 股价大大低于执行价, 公司高管的期权价值不大, 进行高风险投资, 虽然会减少股东价值, 但有利于提高期权价值。

第三, 利于采取适当的红利政策。公司高管和董事自身持有股票, 会更重视分红, 提高整个股东收益 (Total Shareholder Return)。期权奖励的只是资本或股票升值。持有期权的公司高管会尽量避免分红, 而倾向于回购股票, 提高股价。

第四，避免公司高管操纵。股价等其他指标很难衡量公司的价值。期权将公司高管薪酬与股价而不是会计盈利指标挂钩，一个关键的假设是，股市强式有效，股价反映了几乎所有的信息，公司高管不可能利用“太多”的内部信息获利。但最近美国一系列大公司会计丑闻表明，一些公司高管人员虚假报告盈利，操纵股价。金融市场失效，不仅降低了股权激励的力度，还鼓励了公司高管财务操纵。从股票激励来看，授予公司高管的股票不能卖出，财务和股价操纵的问题相对于期权会好些。

第五，激励经济成本低于股票期权。由于用于股权激励的股票和期权有交易限制，作为激励的股票和股票期权的对于管理层的价值(V)要低于它在市场上进行自由交易的价值。而股票和股票期权在市场自由交易的价值是公司的成本(C)，因为公司如果不授予股票和股票期权给董事或管理层，而是向市场发行，可以获得等同市场价值的收入，换言之，市场价值是授予股票或股票期权的机会成本。因此公司成本(C)要大于股票或股票期权对与管理层价值(V)，二者之差是公司股权激励的净成本损失(Deadweight Cost)。价值(V)与成本(C)的比率是衡量不同股权激励效率的重要指标。管理层对授予的股票和股票期权打的折扣越小，股票和股票期权对管理层的价值就越接近成本，股权激励的净成本损失就越小，V/C的比例越大。V/C比例大小同很多因素有关，如资产分散化程度、管理层风险厌恶程度、股票波动性，等等。在大多数情况下，管理层对授予的股票价值所打的折扣比授予的期权所折扣要低2-3倍，也即股票的价值/成本比率要高于股票期权。换言之，股票是比股票期权成本更低的股权激励方式，在大多数(不是所有)的情况下，公司付出同样1美元的股权激励成本，股票的激励效应要比股票期权要大。

第六，股票比股票期权更简单和透明。授予股票的价值对股东、员工和媒体比股票期权更为透明。股价乘以数量就得到股票价值，计算比较简单和直观。股票期权的计算则相对较复杂。例如，管理层可能认为虚值期权价值一文不值，但根据Black-Scholes公式计算出来的期权价值可能是天文数字。期权价值的复杂性，往往容易导致期权的滥用。

资料来源：作者分析与整理

董事 / 高管薪酬的决定程序与机制

公司最高权力机关股东大会以及其所委托的董事会应是企业激励决策的主体，在薪酬决定的程序和机制选择中发挥关键作用。根据《公司法》有关规定，公司内有关董事的报酬由公司股东大会决定。由中国证券监督管理委员会和原国家经贸委联合颁发的《上市公司治理准则》第六十九条规定，上市公司应当建立公正透明的董事、监事和经理人员的绩效评价标准和程序；第七十一条规定，董事报酬的数额和方式由董事会提出方案报请股东大会决定。根据上海证券交易所对沪市208家上市公司的抽样调查，上市公司大都

按照证监会治理准则的要求，建立了董事 / 高管薪酬的决定程序，具体而言，薪酬的决定程序是：董事会 / 薪酬委员会——股东大会（66%）、公司人力资源部——董事会——股东大会（15%）、其他（19%）。上市公司高管（董事长及其执行董事）薪酬的决定机构主要包括：任命高管的上级主管部门（8%）、大股东（7%）、董事会 / 薪酬委员会（51%）、股东大会（24%）和公司内部其他机构（9%）。在董事会或薪酬委员会对董事个人进行评价或讨论其报酬时，81%的公司遵守《上市公司治理准则》执行了董事回避制度，19%的公司没有采取该制度。在董事 / 高管薪酬决定因素中，主要的是公司的年度业绩（58%）和董事会 / 薪酬委员会的年度考核结果（28%），其他的因素包括行业特点和公司规模等（14%）。在信息披露方面，52%公司披露了每个董事的薪酬数额和构成，48%公司没有披露。

虽然上市公司在形式上大都建立了规范的薪酬决定程序，但在实际运行中并没有完全做到董事和高管人员薪酬决定的公正、透明和高效。在进行上市公司治理调研时，我们发现，一些上市公司的大股东事先规定好高管每年的收入，然后公司的董事会根据设定的总额，设计相关的业绩考核指标和考核办法，制定公司高管人员和董事的薪酬。大多数国有控股的上市公司基本的薪酬体系仍是“行政主导型”的，经营者薪酬方式由政府审定或者由大股东设定，一些上市公司的薪酬主要是由高管控制下的人力资源部制定，董事会发挥的作用很小。

小 结

总体来看，我国董事会薪酬体系还不合理，董事会中存在相当部分的“零薪酬董事”，缺乏董事的长期激励机制。为完善我国上市公司董事薪酬制度，以下几个方面值得引起高度重视。

第一，完善外部董事的薪酬制度。外部的非执行董事因代表股东的利益，多半在股东单位支薪。但外部董事和执行董事一样，都对全体股东负有受托责任，承担一定的民事义务。外部董事不在公司领取报酬，使得外部董事所

得到的激励与他们承担的法律风险完全不对等，不能有效地激励外部董事在公司董事会决策中发挥作用。为完善董事会运作，可考虑公司支付外部董事薪酬，如出席董事会议的会议费和一定数量的股权。

第二，建立健全董事持股制度。为了建立董事的长期激励制度，有必要建立健全董事的持股制度。上市公司向董事提供股票及其期权激励视公司具体情况而有所不同。但为起到激励作用，董事的股权激励制度一般应遵循以下几个原则：(1)股票或期权相对应的比例对上市公司来说不应过大，但对于董事个人又具有足够的驱动力；(2)非执行董事持股计划应比照高管人员的持股计划相应制定，但具体规则应有所区别；(3)为了避免内幕交易的发生，和上市公司其他高级管理人员一样，在任期内，董事只能买入股票而不能卖出，甚至在离职后的半年内也不能转让或卖出其持有的公司股票；(4)董事不能向他人转让股票期权，在任期内及任期结束后三个月内不能行权，而且在行权后半年内不能转让股权。

第三，缩小长期奖金、年度报酬和车马费等固定报酬所占的比重。目前，上市公司向非执行董事提供的报酬安排一般不包括股票或股票期权，通常都会包括长期奖金、年度报酬和车马费的方式进行。和股权报酬相比较，长期奖金、年度报酬和车马费属于固定报酬安排，且由于金额较小，对非执行董事的激励效果不够显著。因此，应缩小长期奖金、年度报酬和车马费等固定报酬所占的比重，增加股权报酬。

第四，强化薪酬与考核委员会的建设。薪酬和考核委员会是董事和公司高管人员薪酬与激励的重要环节，没有独立和有利的薪酬与考核委员会，无法建立透明、公正、客观和规范的薪酬决定程序和机制，董事的薪酬和激励机制便只能流于形式。应当从以下几个方面的原则出发强化薪酬和考核委员会的建设：

(1) 增强薪酬委员会的独立性。薪酬委员会应全部由真正独立的董事组成，也就是说，除了从公司获得董事薪酬外，与公司没有其他任何关系，确保董事能独立于公司高管做出判断。

(2) 强化薪酬委员会的权力，明晰薪酬委员会的职责，建立薪酬委员会的问责机制。公司的人力资源部门或其他部门或大股东可以就公司薪酬提出

建议和意见，但不得有最终的决定权力。

(3) 薪酬委员会在作出薪酬决定过程中，应发挥自己的独立判断，确定高管人员的合适的薪酬水平，而不应拘泥于同行业和公司历史上的薪酬水平。

(4) 鼓励公司聘请薪酬顾问，发挥专家特长，但薪酬委员会应有独立聘请薪酬顾问的权力，薪酬委员会决定聘请薪酬顾问的条款以及相关费用，薪酬顾问应向薪酬委员会而不是公司管理层负责。

(5) 薪酬委员会主席应发挥积极作用，确保公司薪酬政策的执行，并在股东大会上负责解释相关薪酬政策问题。

(6) 薪酬委员会应保证在薪酬制定上投入足够的时间和精力，规定每年召开制定薪酬的会议次数。

(7) 薪酬委员会的成员应具备制定合理的公司高管薪酬的专业能力。具体来说，公司在提名薪酬委员会人选时，应考虑以下几个方面：第一，候选人的背景应多元化，确保薪酬委员会的有效运作；第二，薪酬委员会的成员定期轮换，保证委员会的活力；第三，所有的成员都应有足够的金融、会计和人力资源管理的知识，能够理解股权激励工具的作用和定价，保证能有效地履行职责。

(8) 薪酬委员会的董事薪酬的相当大一部分也应采取股权报酬形式，使薪酬委员会董事有足够的动力监督公司高管薪酬。