

CEO薪酬、并购动机与权力寻租机理

张 洽(博士), 李纯青(博士生导师)

(西安工业大学经济管理学院, 西安 710032)

【摘要】 本文运用经济学的数量分析法分析了CEO薪酬、并购动机与权力寻租的内在机理。研究表明, CEO薪酬、并购动机与权力寻租具有天然的内在联系。CEO并购的主要动机就是通过权力寻租获取薪酬等私有收益, 企业并购为CEO权力寻租、获取高额报酬等私有收益提供了方便, 权力寻租是CEO通过并购获取个人薪酬等私有收益的重要手段。研究结果对抑制CEO权力寻租行为具有一定的指导意义。

【关键词】 CEO薪酬; 并购动机; 权力寻租

一、CEO并购行为动机

(一) 获取高额报酬

CEO在并购中很重要一个动机是获取高额的报酬。CEO为了企业的发展也会有将企业做大做强的动机, 但CEO更关注的是企业做大做强对自身利益的满足, 如果企业做大做强了, 而自身的报酬没有变化, CEO不会有动力去进行并购。因此, 企业并购很可能是代理问题的表现形式。在经营权和所有权相分离的现代企业制度, 由于利益动机的不一致, CEO具有违背所有者意愿的逆向选择。企业资本投资可能是代理问题的表现 (Mueller, 1969; Jensen, 1986)。美国1990年发生近2 000个并购案例的总价值约为2亿美元, 而在2000年并购案例数量增加到9 000个, 其总价值增加到14 000亿美元。十年间并购数量的显著变动表明兼并和收购一直是CEO确保股东或自身收益增加最有效最迅速的机制。Mueller (1969) 认为管理层报酬与并购净盈利相联系, 他认为并购不会减少代理问题。也有人认为, 并购由CEO自身利益引发。Jensen (1986) 认为可提供的自由现金流也促使CEO实施并购。根据委托代理理论和管理权力理论, CEO推动企业并购等资本扩张行为很大程度上是获取私人利益的驱动。由于CEO不享有或享有较少的剩余索取权, 但拥有较大的控制权, 而控制权的行使具有时效性, 因此CEO具有将失去的剩余索取权通过控制权来弥补的动机。

CEO推动并购的主观动机很大程度上就是想要获取高额的报酬, 这些报酬包括显性的货币性薪酬, 也包括隐性的寻租收益 (如在职消费和控制权收益的增加等)。这是因为规模对企业CEO的报酬往往具有重要的影响, 而并购又可以迅速提高企业的规模, 因此, CEO关注的是并购规模对自己报酬的影响而不是并购后是否能够产生规模经济。在国资委薪酬管控的条件下, CEO年度业绩考核

指标得分=经营难度系数×(利润总额+净资产收益率+分类指标)。企业的经营难度系数由企业的规模、员工人数、净资产总额、销售收入等指标综合计算。因此, 在经济转型阶段, “先做大、后做强”的经营理念 and 模式较符合国资委薪酬考核的硬性标准。也就是说, CEO推动并购最直接的目的是提高自己的薪酬并增加自己的寻租收益。

(二) 构建管理帝国

管理权力理论的代表人物Rabe在1962年就指出, 企业CEO会利用手中的权力来推动企业的并购、重组等资本扩张行为, 最终更改薪酬契约。CEO不断追求资本扩张以使自己所控制的资源迅速膨胀, 进而为获取私人收益创造条件的行为被称为“管理者帝国构建” (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1993; Grossman 和 Hart, 1988; Stulz, 1990)。CEO热衷于通过并购来构建公司管理帝国, 主要是因为管理帝国构建能够给CEO带来三方面的效益。

1. 满足权力追求的欲望。权力是一种很稀缺的资源, 无论是在西方发达资本主义国家, 还是在新兴资本市场的国家, 权力都能带给人以极大的满足感。经营一个小公司与经营一个企业集团带给CEO的权力是有差异的。通过并购可以不断扩大企业规模并组建超大的企业集团, CEO所统率的部下人数也急剧增加, 这可以大大增加CEO的权力。国有企业改革对企业实体领域的分权, 导致上市公司CEO控制权的高度集中。以儒家思想为主导的传统官本位文化一直都主导着人们的思想, 因此对权力无上追求的文化在我国根深蒂固。

2. 权力的提升为CEO带来更多的控制权收益。权力往往与利益是联系在一起的。CEO热衷于权力的追求除了权力本身带给他的满足感, 更重要的是看重权力背后的利益。CEO控制权的行使会带给CEO较高的控制权收益。并购使企业规模增大的同时, CEO所掌控的各种资源

也迅速增加,如现金流权、人事任免权、经营决策权,这些控制权都能够给 CEO 带来较多的私人收益。

3. 自我价值的实现。根据马斯洛的需求五层次论,自我价值的实现是最高层次的需求,越是层次高的人对自我价值实现的要求越强烈。CEO 作为企业发展的掌舵人以及具有较高声誉的职业经理人,自我价值实现的动机更强烈,并购后迅速构建的管理帝国以及为其所带来的成就和荣誉可以极大地满足其自我价值实现的需求。

(三) 获取寻租收益

我国上市公司主要是以国有企业为主体,而由于国有终极委托者虚置和缺位,上市公司内部人控制现象较严重,因此 CEO 具有对企业无法约束的控制权(朱茶芬、李志文, 2008)。这些都为 CEO 通过推动并购、资本扩张而进行权力寻租提供了方便。由于委托人和代理人的信息不对称,在外部约束和内部制衡均较弱的情况下,CEO 很可能会利用手中的权力来攫取租金等私人收益。而我国外部法律法规的不健全、资本市场的完善、公司内部治理机制的不成熟恰好为 CEO 权力寻租提供了便利。国资委关于国有企业管理层的激励考核办法,盲目强调企业规模和经营难度,使得 CEO 薪酬与企业规模直接挂钩,更强化了 CEO 权力寻租的动机。

CEO 通常运用两种方式扩大企业规模以提高薪酬:一是企业内部积累,二是进行并购重组。显然内部积累的周期较长,而 CEO 的职业生涯较短,尤其国资委对国企高管 3 年一次考核,使得内部积累很难产生实质效果。但公然寻租势必带来股东及董事会的约束和管制,对于国有企业 CEO 来说,来之不易的职位更是提高了寻租的成本,因此推动并购等外部扩张行为成为 CEO 重要的寻租借口。并购作为公司的重大资本投资需要经历谈判、竞标、支付价款以及整合等流程,这些都赋予了 CEO 资源裁定的现金流权,为 CEO 权力寻租提供了便利。

二、企业并购中 CEO 权力寻租机理

(一) CEO 净收益函数

企业 CEO 在并购中可以获得三方面的效用,主要是货币性薪酬的增加、寻租收益的增加和声誉性收益的增加。其中货币性收益是 CEO 在并购中所获得的显性货币薪酬。这是因为并购往往扩大了企业的规模、增加了 CEO 的管理难度及额外工作量,因此货币性薪酬的提高是必然的。寻租收益则是 CEO 在推动并购过程中由于利用控制权寻租所获得的在职消费、隐性薪酬等私有收益的总称。声誉性收益则是指企业 CEO 在并购中个人管理权力、人力资本、职位等的提升。CEO 在并购中也会支付一定的成本,主要指自身的努力,如放弃闲暇时间、增加劳动时间等。因此,CEO 净收益的函数为:

$$F(\text{ne})=f(c)+g(r)+h(w)-j(v) \quad (1)$$

式中: $F(\text{ne})$ 为 CEO 总的并购净收益; $f(c)$ 为 CEO 在

并购中获得货币性薪酬的增加; $g(r)$ 为所获得的寻租收益的增加; $h(w)$ 为 CEO 所获得的声誉性收益的增加; $j(v)$ 为 CEO 所付出的努力的成本函数。显然, $f(c)$ 、 $g(r)$ 、 $h(w)$ 和 $j(v)$ 均为单调递增函数,其一阶导数均大于 0,即: $\partial f/\partial c > 0$, $\partial g/\partial r > 0$, $\partial h/\partial w > 0$, $\partial j/\partial v > 0$ 。

(二) CEO 净收益函数的分解

下面分别对函数 $f(c)$ 、 $g(r)$ 、 $h(w)$ 和 $j(v)$ 进行分析。

1. CEO 货币性薪酬。CEO 的货币性薪酬可以分为固定和变动两部分,固定部分为按照职务、级别所获得的固定的货币薪酬,不论并购与否以及并购的绩效如何,固定的货币薪酬均不变。变动的货币薪酬则是由 CEO 的经营业绩、经营的努力程度与管理技能等所决定的薪酬。因此,CEO 货币性薪酬的函数为:

$$c=a+ky(p, q_1, \delta) \quad (2)$$

式(2)中, k 为 CEO 所享有的剩余索取权的比例,则有: $0 < k < 1$; a 为薪酬的固定部分; y 为 CEO 的投入产出函数; p 为 CEO 的经营才能; q_1 为 CEO 的经营努力程度; δ 为随机误差项。

2. CEO 寻租收益。与发达国家相比,我国 CEO 货币性薪酬普遍偏低。尤其是国有企业,由于受到国资委的薪酬管制,货币性薪酬普遍较低,因此,CEO 的寻租收益对 CEO 的薪酬函数具有重要影响。并购为 CEO 获取寻租收益提供了便利和合理的借口。CEO 寻租收益一方面由企业的规模决定,另一方面由 CEO 在经营活动与寻租活动中的努力程度决定。这是因为企业的规模扩大为 CEO 寻租提供了便利,管理一个规模较大的公司有更多的机会寻租。CEO 只有努力正常经营,才能有更多的机会寻租。如果挖空心思只为了寻租而影响正常经营,势必导致短视行为。CEO 对寻租活动的热衷程度、花费的心思以及所做的努力,对增加 CEO 寻租收益具有重要影响,比如有意识地提高自己对董事会的控制力、提高自己的在职消费标准。由于 CEO 的精力是有限的,因此,在企业的经营活动中的努力与在寻租活动上的努力存在此消彼长的关系,我们设 CEO 从事寻租活动的概率为 i , 则 CEO 从事经营活动的概率为 $(1-i)$ 。

因此,CEO 的寻租收益函数为:

$$r=(1-i)x(s, q_1)+ix(s, q_2) \quad (3)$$

其中, s 为企业的规模; q_2 为 CEO 在寻租活动方面的努力程度; i 为 CEO 寻租活动的概率。

3. CEO 成本函数。我们进一步将 CEO 在并购中的成本函数 $j(q)$ 也分解为寻租成本和正常经营成本之和,即:

$$j(q)=j(q_1)+j(q_2) \quad (4)$$

将公式(2)和(3)代入公式(1),则可以推出 CEO 在并购中的总效用函数:

$$F(\text{ne})=f[a+ky(p, q_1, \delta)]+g[(1-i)x(s, q_1)+ix(s, q_2)]+h(w)-j(q_1)-j(q_2) \quad (5)$$

分别将总效用函数对 q_1 和 q_2 求导,并令一阶导数等于 0,即为 CEO 最大化寻租努力的条件。

$$\partial F/\partial q_1 = \partial f/k\partial q_1 + (1-i)\partial g/\partial q_1 + \partial h/\partial q_1 - \partial j/\partial q_1 = 0$$

$$\text{即: } \partial F/\partial q_1 = \partial f/k\partial q_1 + (1-i)\partial g/\partial q_1 + \partial h/\partial q_1 = \partial j/\partial q_1 \quad (6)$$

$$\text{同理, } \partial F/\partial q_2 = i\partial g/\partial q_2 + \partial h/\partial q_2 - \partial j/\partial q_2 = 0$$

$$\text{即: } \partial F/\partial q_2 = i\partial g/\partial q_2 + \partial h/\partial q_2 = \partial j/\partial q_2 \quad (7)$$

从以上分析可知,只要 CEO 在并购中寻租的边际总收益与 CEO 努力的边际总成本相等,CEO 在并购中就可以获得货币性薪酬、寻租收益和声誉性收益等私有收益的最大化。因此,从 CEO 的个人利益角度考虑,他们会热衷于并购,因为并购可以带来个人薪酬、寻租收益及管理权力等私有收益的提高。

从企业和股东利益的角度考虑,应该积极引导 CEO 在经营活动方面的努力,减少 CEO 在寻租活动方面的努力,并积极采取将股东利益与 CEO 利益联系起来的薪酬激励方式,才能减少 CEO 在并购中的寻租行为。对于民营企业,由于产权明晰,股东会有动力监督 CEO,并愿意给予 CEO 适当的股权来激励 CEO,从而有效减少 CEO 在并购中的逆向选择和道德风险。但对于国有企业,由于产权不明晰,所有权主体缺位,政府对企业薪酬的管制,都会诱发 CEO 通过并购进行权力寻租的行为。同时,国有股权的特殊性使得很难实施股权激励,因为股权激励可能引发国有资产流失及内幕操纵等问题,因此股东利益与 CEO 的利益很难有效联系起来,从而无法有效控制 CEO 在并购中的逆向选择和道德风险。

三、CEO 权力制衡、薪酬契约与企业并购机理分析

(一) CEO 权力制衡对并购中 CEO 寻租的影响

租金源于代理问题和不完善的公司治理机制。但租金也可能是有效的,它们是对管理者公司人力资本投资的必要补偿。Myers(2000)研究了如何将管理者和股东利益联系起来。因为管理者最大化自己的租金效用导致企业价值遭受损失,必然导致股东通过资本市场更换经营者,管理者将失去一切。Burkart, Gromb 和 Panunzi(1997)的研究表明,即使股东加强控制,也会给企业带来一定的损失,如可能降低管理者的积极性。因此,股东对管理者的监督需要在监督获得的收益与监督造成的损失之间进行权衡。

在动态的代理背景下,Lintner(1956)的目标调整模型为:

$$\Delta \text{Divident} = K + SOA(\text{Target}_t - \text{Divident}_{t-1}) + e_t \quad (8)$$

其中, $\Delta \text{Divident}$ 为在 t 时间 CEO 奖金的变化额。SOA < 1, 为调整率, K 为常数, e_t 为标准差。Lintner(1956)的公式说明薪酬的变化额不仅包含了一部分净利润,而且包含了一部分负债和资本投资。其公式为:

$$\Delta \text{Debt} + \text{Netincome} = \text{CAMEX} + \text{Pay} \quad (9)$$

我们假设公司的财务决策是由 CEO 做出的,并假定

CEO 是自利的,对股东存在不忠诚的可能性,他们以最大化自己在公司的租金为决策依据。假定股东在足够愤怒的时候可以通过接管的方式更换 CEO,因此,CEO 必须熟知资本市场和控制权市场的约束。CEO 必须每期向股东提供足够数量的收益才能避免被接管。我们沿用了 Fluck(1998)、Myers(2000)、Jin 和 Myers(2006)、Lambrecht 和 Myers(2008)关于租金的观点,但没有将租金定义为个人心理的收益,如 CEO 管理较大公司的满足感。我们定义的租金是指管理者所实际拥有资源所带来的好处,包括高于市场平均报酬的工资、津贴、在职消费和隐性收益。

假设公司拥有股票 K 股,其市场价值为 $V_t(k)$,对公司价值的要求共有三部分:外部债权 (D_t)、管理者租金 (R_t) 和股权 (S_t)。则有: $R_t + S_t = V_t(k) - (1+\xi)D_{t-1}$ 。其中, D_{t-1} 为上年度债务利息, ξ 为债务利息率, R_t 为管理者每年租金, S_t 为股东权益。我们假定债权人和外部投资者均是风险中立的。股东对管理者监管是存在成本的,其净支出为: $a[V_t(k) - (1+\xi)D_{t-1}]$ 。其中, $a < 1$, 代表股东所有权实施和公司治理有效性的治理参数。根据权衡理论,股东不会有太大的动力监督管理者,因为其监督一方面需要付出成本,另一方面所获得收益一部分要归债权人,只有 $\beta a[V_t(k) - (1+\xi)D_{t-1}]$ 的收益才属于股东。如果企业股权比较集中,则大股东监督管理者的动力较大,因为监督管理者所获得的收益属于自己的较多。而如果企业股权比较分散,则股东对管理者的控制权比较分散,缺乏对 CEO 的监督,这是因为监督 CEO 所获得的收益属于自己的部分较少,因此,“搭便车”的现象较重。我国国有企业虽然股权较集中,但由于产权主体缺乏,大股东的监督权需要委托国资委等监管部门监管。国资委因职务需要对 CEO 进行监督,但由于不享有实际的剩余财产所有权,对 CEO 的监督缺乏动力。

(二) CEO 权力制衡、薪酬契约激励对 CEO 寻租收益影响

本文假设企业在 t_1 时间的经营业绩为 $\lambda j(v)$, 其中 λ 为企业生产效率函数, j 为 CEO 的投入产出函数, v 为 CEO 的经营性劳动投入。则: $j' \geq 0, j'' < 0$ 。假设 CEO 拥有企业 k 比例的剩余索取权,则 $0 \leq k \leq 1$ 。因此,CEO 在企业经营中可以获得的收益为 $k\lambda j(v)$ 。设企业 CEO 的劳动时间 h 分为两部分,一部分为生产经营所花费的时间 v , 另一部分为寻租所花费的时间 r , 则有: $h = v + r$ 。CEO 寻租活动的收益函数为 $g(r, p)$, 其中 p 为 CEO 管理权力。显然 $g(r, p)$ 为单调递增函数, $g'(r, p) > 0, g''(r, p) < 0$ 。

假设企业并购前的经营期间为 t_1 , 并购后的经营期间为 t_2 。设企业的规模报酬函数为: $\lambda = \lambda(\mu_{t1} + \mu_{t2})$ 。其中, μ_{t1} 为并购前企业的规模, μ_{t2} 为并购后企业的规模。为便于分析,我们假设 μ_{t1} 的生产规模为最优生产规模,则企业规模扩大到 μ_{t2} 会导致企业的报酬减少,即: $\lambda(\mu_{t1} + \mu_{t2}) < \lambda(\mu_{t1})$ 。

因此,如果CEO在 t_1 时间寻租,则CEO的经营性收益将会减少 $k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})]$ 。则CEO的收益函数为:

$$F(\mathbf{e})=g(\mathbf{r}, \mathbf{p})-k\lambda(\mu_{t1}+\mu_{t2})-k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})] \quad (10)$$

令 $F'(\mathbf{e})=0$,则: $\partial g/\partial \mathbf{r}-k\lambda\partial j/\partial \mathbf{v}=0$ 。即: $\partial g/\partial \mathbf{r}=k\lambda\partial j/\partial \mathbf{v}$ 。也就是说,当CEO用于生产经营的边际收益与用于寻租活动的边际收益相等时,CEO可以获得私有收益的最大化。CEO的寻租条件为: $g(\mathbf{r}, \mathbf{p})>k\lambda(\mu_{t1}+\mu_{t2})+k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})]$ 。

设参数 \bar{p} ,并令 $g(\mathbf{r}, \mathbf{p})=k\lambda(\mu_{t1}+\mu_{t2})+k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})]$

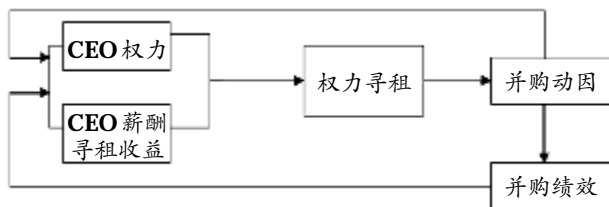
则当 $p<\bar{p}$ 时, $g(\mathbf{r}, \mathbf{p})<k\lambda(\mu_{t1}+\mu_{t2})+k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})]$, CEO将不会进行寻租。这是因为当CEO权力较小时,CEO寻租的成本较大,收益较低,权衡利弊,CEO将把精力主要放在正常经营活动上。

相反,当 $p>\bar{p}$ 时, $g(\mathbf{r}, \mathbf{p})>k\lambda(\mu_{t1}+\mu_{t2})+k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})]$, CEO将会实施寻租活动以提高自己的收益。这是因为CEO权力较大,寻租的阻力较小,寻租的成本较低而收益较高,CEO将会积极地寻租。

CEO的剩余索取权比例 k 与CEO的寻租行为相关,因此提高 k 将会有助于“ $g(\mathbf{r}, \mathbf{p})<k\lambda(\mu_{t1}+\mu_{t2})+k\lambda[j(\mathbf{h})-j(\mathbf{v})]$ ”条件的实现。这也说明,提高CEO的股权激励比重是有效解决CEO寻租的重要薪酬激励方式。

四、CEO薪酬、权力寻租与企业并购影响机理分析

如前所述,CEO薪酬、权力寻租对企业并购的发生、企业并购的绩效具有重要影响。同时,企业并购也对CEO薪酬、CEO权力具有重要的影响,是CEO获取高额薪酬与寻租收益以及提升管理权力的重要途径。企业的并购动因是影响并购绩效的重要根源,只有并购动因是正确的,并购绩效的提高才具有持续性和连贯性。相反,机会主义或为了谋求私有收益的并购因为没有客观地权衡并购的利弊,很可能导致短视行为,对并购绩效的影响也必然是负面的。同时,并购绩效也是影响CEO权力、CEO薪酬及CEO寻租收益的重要因素。良好的并购绩效为CEO权力寻租提供了更多的筹码,也为CEO获取薪酬、权力和寻租收益的提升提供了条件。其内在影响机理如下图所示:



CEO薪酬、权力寻租与企业并购影响机理分析图

因此,提高企业的并购绩效应该从规范企业并购动因着手,规范企业并购动因主要应该从抑制和引导CEO的权力寻租行为着手。这需要从行为背后的动机和引起行为的动因寻找有效解决办法。CEO权力寻租背后的主观动机主要是薪酬、寻租收益和管理权力等私有收益的

提升。CEO权力寻租背后的客观条件则是薪酬激励的非有效性、外部监管的不到位和权力制衡的缺失。因此,只有将内部治理与外部监管有效结合起来,抓住问题的内因和外因、主要矛盾和次要矛盾,才能解决CEO权力寻租问题,并有效规范企业并购行为。在CEO的主观动机方面,需要强化薪酬契约激励方案的设计和管理权力的有效制衡;在CEO权力寻租的客观条件方面,需要完善企业的公司治理机制和外部的有效监管措施,提高CEO在并购中进行权力寻租的成本和难度。只有内外结合,才能形成有效的机制,从根本上解决CEO通过权力寻租推动并购而获取私有收益的问题。

五、结论

本文主要分析了CEO薪酬、权力寻租与企业并购的内在影响机理。CEO并购的主要动机是获取高额报酬、构建管理帝国和获取寻租收益,这也是CEO推动并购的内在驱动力。CEO在并购中寻租收益最大化的条件是寻租的边际收益等于边际成本。

股东在投资决策中本身就缺乏对CEO的监督动力,这是因为股东只享有一部分剩余,另一部分剩余则归债权人和CEO所有。尤其是在股权比较分散的情况下,股东之间“搭便车”的心理更是无法制衡CEO的权力。

总之,CEO薪酬、权力寻租与企业并购是一个相互影响、相互作用的有机体系,只有深入分析CEO在并购中的权力寻租根源及其影响,才能有效解决CEO在并购中的权力寻租问题。

主要参考文献

Mueller D C.A.. Theory of Conglomerate Mergers[J]. Quarterly Journal of Economics, 1969(8).

Jensen, M.C.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986(76).

朱茶芬,李志文.国家控股对会计稳健性的影响研究[J].会计研究,2008(5).

Trautwein, F.. Merger Motives and Merger Prescriptions[J]. Strategic Management Journal, 1990(11).

Bradley Michael, Anand Desai, E.Han Kim.Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of target and acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 1988(21).

Lambrecht B.M., Myers S.T.A.. Lintner Model of Payout and Managerial Rents[J]. The Journal of Finance, 2012(5).

【基金项目】国家教育部项目“企业并购整合风险的生成机理、预警机制与治理策略研究”(编号:12YJA630181);西安工业大学经济管理学院孵化基金项目“企业并购中CEO权力寻租的动机、后果与治理策略”