

商业银行董事会特征与首席执行官报酬^{*}

——基于美国银行业的实证研究

潘 敏 李义鹏

摘要：反映董事会特征的各要素对首席执行官报酬水平及结构的影响因行业而异。基于美国银行业的实证研究表明，商业银行董事会规模较大，但其对首席执行官的报酬水平和结构影响不显著；外部董事比例较高，外部董事占比与首席执行官报酬显著负相关，与基于股权的报酬显著正相关；两职合一的领导结构、外部董事拥有的董事席位数对首席执行官报酬和基于股权的报酬都有显著的正面影响；董事会持股比例与首席执行官报酬之间存在显著的正相关关系，但对基于股权的报酬影响不显著；大股东持股比例与首席执行官报酬和基于股权的报酬显著负相关；首席执行官年龄与其报酬水平显著正相关，但与基于股权的报酬负相关。

关键词：商业银行 董事会 公司治理 首席执行官报酬

一、引言

首席执行官(CEO)报酬补偿的水平、结构及其影响因素是公司治理理论关注的核心问题之一。现有的相关研究表明，CEO 报酬补偿水平及结构受行业、企业和管理层自身的特质因素影响，行业特征、资产规模、资本结构、成长机会、高管人员的任职年限、市场外部监管等因素综合决定了 CEO 报酬补偿的水平及结构。尽管如此，从企业内部的决策程序来看，CEO 的报酬补偿水平和结构是由董事会决定的，董事会的重要职责之一是雇佣、解雇以及制定 CEO 及公司高管人员的报酬补偿水平和结构。因此，董事会的特征及其治理效率对 CEO 的报酬补偿有着重要影响。近年来，部分学者就董事会规模、结构等反映董事会特征的要素对 CEO 报酬变化及结构的影响进行了理论和实证研究。但是，现有的研究并没有一致性的结论，有些结果甚至互相矛盾。这也进一步表明董事会特征与 CEO 报酬补偿之间的关系因行业、企业和市场环境而异。

长期以来，由于受到行业管制，银行业往往成为公司治理研究领域被忽略的对象。近年来，随着银行管制的放松以及金融创新中大银行破产事件的频发，商业银行公司治理问题日益受到重视。结合银行业的行业特征，部分学者对商业银行公司治理的特征及其有效性进行了研究。现有研究表明，受行业特征及组织结构特殊性的影响，在董事会规模、结

构及会议频率等方面，银行业显著地有别于相同规模的制造业企业(AdmasandMehran,2003)。既然如此，受行业特征影响，反映商业银行董事会特征的各要素对银行 CEO 报酬的影响是否有别于其他行业？显然，对这一问题的研究将有助于我们深化现有的商业银行董事会治理和管理层报酬补偿理论。而这正是本文的目的所在。

基于上述目的，本文选取 1996-2005 年美国 43 家代表性商业银行作为样本，结合银行业的行业特征以及外部监管环境的变化，实证检验董事会规模、结构及 CEO 任职年限等反映银行董事会特征的变量对 CEO 报酬水平及结构的影响。与现有的相关研究相比，本文的创新主要体现在两个方面：(1) 现有的研究基本上以跨行业的竞争性企业为对象，如 Cyert 等(2002)、Chhaochharia 和 Grinstein(2006)等，而本文的研究对象为高杠杆率、资产交易非透明、行业管制较严格的银行业。因此，本文的研究将有利于拓展公司治理理论中某一特定行业董事会治理与 CEO 报酬补偿激励的理论研究。(2) 20 世纪 90 年代末 21 世纪初，美国银行业面临的经营环境发生了急剧的变化。一方面，1999 年美国《金融服务现代化法案》的颁布和实施标志着美国金融业正式进入混业经营和综合化管理的新时代；另一方面，针对安然公司破产事件，2002 年以来，美国证券监管部门强化了对上市公司董事会独立性、公司高管报酬补偿以及信息披露机制的监管。选取这一时期作为研

^{*} 本文的研究得到国家社科基金项目《基于银行业行业特征的商业银行公司治理机制研究》(项目批准号:06BJY107)、教育部“新世纪优秀人才支持计划”项目和武汉大学国家“985”创新基地项目子课题的资助。

究的样本期间,将有利于我们考察银行业管制放松和公司治理监管加强背景下商业银行董事会的特征变化及其对 CEO 报酬补偿的影响。

二、理论分析与研究假设

现有有关董事会特征对 CEO 报酬影响的研究主要是围绕董事会规模、外部董事比例、董事会领导结构、董事会的持股结构等几个方面来展开的,而 CEO 的报酬则涉及报酬的总体水平和结构两个方面,前者包括工资、奖金、限制性股票、股票期权及其他报酬,后者则主要是指与公司市场价值变化相联系的限制性股票和股票期权占总报酬的比例,该比例反映了 CEO 报酬的业绩敏感性。在本部分,我们遵循董事会特征对 CEO 报酬影响的一般分析范式,结合银行业的行业特征,从理论上分析反映商业银行董事会特征的各要素对 CEO 报酬的可能影响,并提出本文的实证研究假设。

1. 董事会规模

董事会规模是反映董事会特征的一个重要指标。Lipton 和 Lorsch(1992)、Jensen(1993)等基于代理理论,提出了小规模董事会更有利于提高治理效率的观点。Jensen(1993)认为,随着董事会中董事人数的增加,尊敬、礼貌和谦恭将占据上风,而坦率和公正将遭遗弃,董事之间搭便车的问题容易发生。当董事会规模超过 7 人至 8 人时,董事会就很难发挥监督作用,而且董事之间的协调成本较高,单个董事容易被 CEO 控制。因此,董事会规模较大的公司,CEO 容易利用董事之间难以协调的困境制定较高的报酬补偿计划。Holthausen 和 Larcker(1993)基于制造业和服务业的实证研究表明,董事会规模和 CEO 报酬之间存在正相关关系。

受市场准入的限制,银行业往往具有自然垄断的倾向。这导致商业银行的资产规模比一般性行业企业要大得多。这一点在近年来出现的金融持股公司中表现得更为明显。由于资产规模较大,加上越来越多的商业银行采用金融持股公司这种独特的组织形式,使得商业银行董事会的规模一般较大,外部董事的比例也较高(Andres and Gonzalez,2006)。遵循代理理论的观点,我们假设,商业银行董事会规模和 CEO 报酬之间呈正相关关系。

2. 董事会结构

通常,反映董事会结构的指标有外部董事占董事会人数的比例、外部董事的兼职状况、董事会的领导结构以及董事会次级委员会构成等。众多学者从不同的角度探讨了这类指标对 CEO 报酬的影响。

理论上,外部董事的比例越高,董事会决策的独立性、专业性和客观性越强,对 CEO 和经理层的监督能力也越强,同时也能有效防止 CEO 报酬过高,使之与职业经理人市场和行业标准保持一致。但 Jensen(1993)认为,CEO 在外部董事的提名和任命中发挥着重要的作用。出于自身利益的需要,外部董事与 CEO 之间既存在着监督与被监督的关系,也存

在合作关系,甚至是共谋关系(Westphal,1996)。从现有的实证研究来看,外部董事比例和 CEO 报酬之间关系的研究结果并没有一致的结论。另外,董事会的独立性也可能对 CEO 的报酬结构产生影响。Mehran(1995)认为,由于外部董事较内部董事(例如经理)更能代表股东的利益,以外部董事为主的董事会将更多地运用股票期权等基于股权的激励机制。但是,Chhaochharia 和 Grinstein(2006)的研究表明,随着董事会中外部董事的增加和独立性的增强,美国企业管理层股票期权的补偿水平与董事会独立性之间存在着显著的负相关关系。

受行业管制的影响,商业银行外部董事比例明显高于一般性行业(Admas and Mehran,2003)。虽然在董事会结构与 CEO 报酬补偿关系的现有研究成果中存在着两种截然相反的观点,但是,自 2002 年安然公司破产事件以来,美国证券监管和交易部门强化了对董事会独立性的要求。随着董事会中与独立性相关的提名、报酬和审计等委员会中独立董事人数的增加,美国上市公司董事会的独立性日益增强,董事会独立性的增强将有利于监督 CEO 的行为。同时,由于外部董事对公司事务了解有限,他们更倾向于采用报酬业绩敏感性强的股票和股票期权补偿计划。因此,我们假设商业银行外部董事的比例与 CEO 的报酬水平负相关,而与 CEO 的股票及股票期权补偿正相关。

外部董事在不同企业兼职并拥有董事席位的情况在现代股份制企业中较为普遍。Fama(1980)认为,外部董事兼职有利于其积累丰富的工作经验,提升其社会声誉和形象。声誉好的外部董事一般倾向于聘请能力高的 CEO,而能力高的 CEO 自然要求较高的报酬。但是,Beasley(1996)认为,外部董事拥有过多的董事席位,势必分散其精力和时间。过度的繁忙使其无法专注于单一公司事务,从而使董事会的效率大打折扣。Core 等(1999)的实证研究显示,繁忙的董事倾向于给总经理较高的报酬,并且公司的业绩也较差。

我们认为,尽管外部董事兼职有其有利之处,但董事兼有勤勉和诚信的义务。勤勉义务要求董事必须对公司事务付出必要的时间和精力,关注公司事务,按股东和公司利益最大化原则谨慎行事。显然,过多地拥有不同公司的董事席位会使外部董事无法保证对公司事务付出必要的时间和精力,使其难以客观准确地对 CEO 进行监督和评价。基于此,我们假设,外部董事在不同企业拥有董事席位与 CEO 报酬水平及基于股票的报酬均呈正相关。

CEO 与董事长是否两职合一反映了董事会的领导结构。Jensen(1993)认为,当 CEO 与董事长两职分离时,董事会更加独立。如果两职兼任,作为董事长的 CEO 更有可能任命支持自己的董事,并且有能力让董事会接触对自身有利的信息,影响董事会制定管理层报酬计划的过程,进而获得更高的报酬。Cyert 等(2002)基于美国上市公司的研究表明,两职

兼任公司的 CEO 报酬比两职分离公司的 CEO 高 20%-40%。由于银行业董事会的规模一般较大,如果董事长与 CEO 两职兼任,那么 CEO 对董事会的控制力就更强,董事会在制定管理层补偿计划时难免受到 CEO 的影响。因此,我们假设商业银行 CEO 与董事长两职合一与 CEO 报酬正相关。同时,由于 CEO 是风险厌恶的,而基于股权的报酬是不确定的,所以,我们假定董事长与总经理的两职合一与基于股权的报酬补偿负相关。

在日常的运作中,董事会的各项职能是由其下设的各次级委员会来执行的。在董事会的各委员会中,报酬与提名委员会具体负责 CEO 及其他高管人员报酬计划的制定和业绩评价。因此,该委员会的独立性直接影响 CEO 的报酬水平和结构。如果报酬与提名委员会成员的提名受 CEO 的影响,且报酬委员会中有内部人,那么 CEO 报酬可能会偏高。遵循这一观点,我们假设商业银行薪酬委员会中内部人的存在对 CEO 报酬具有正的影响。

3. 董事会成员持股比例

代理理论认为,董事会成员持股是一种激励或者风险补偿。当董事持有公司股权时,最大化公司价值的动机将更为强烈。所以,董事持股有利于提高监督的有效性,并且可能成为 CEO 报酬的替代品。从这一角度来看,董事会持股与 CEO 的报酬负相关。另外,出于股东及自身持股股票价值最大化的目的,持有股权的董事会在制定 CEO 报酬时,倾向于向 CEO 提供报酬业绩敏感性高的股票或股票期权,以激励 CEO。基于此,我们假设商业银行董事会成员持股与 CEO 报酬负相关,而与基于股权的报酬正相关。

4. 大股东治理

Jensen (1993) 指出,大股东在公司治理中扮演着重要的角色。大股东对 CEO 的监控可以减少 CEO 对补偿激励计划制定的影响。Cyert 等 (2002) 研究表明,大股东持股比例与 CEO 报酬呈负相关关系。Bertrand 和 Mullainathan (2000) 指出,当公司缺乏一个持股比例超过 5% 的大股东时,CEO 获得与业绩无关的报酬更多。因此,代理理论认为,公司大股东的监督与 CEO 激励之间具有替代性,大股东持股与 CEO 报酬之间呈负相关关系。由于组织结构的特殊性,及市场准入的限制,商业银行的股权结构相对较为集中,大股东的持股比例也较高。基于上述分析,我们假设银行业大股东持股比例与 CEO 报酬负相关。

5. 首席执行官的年龄

许多学者认为,CEO 的年龄与报酬之间呈正相关关系。这主要是因为,随着年龄的增长,CEO 的管理经验、管理技能也日益丰富,同时,CEO 用于人力资本的专有资产投资也越多,因此,其需要较高的报酬补偿。另外,CEO 的风险厌恶程度会更高,其更倾向于稳定性的现金补偿。因此,我们假设,CEO 年龄与 CEO 报酬正相关,与基于股权的报酬负相关。

三、数据、变量和实证方法

1. 样本数据来源

本文选取 1996-2005 年在美国纽约证券交易所交易的代表性商业银行作为实证分析的样本,在剔除部分数据不全的样本后,我们得到 43 家银行的面板数据。样本银行董事会治理变量的数据均来自上市银行公布的代理人声明,而有关财务数据均来自上市银行公布的年度财务报表。

2. 变量及其操作性定义

(1) 被解释变量

我们选取 CEO 总报酬的自然对数 (LnCOMP) 以及基于股权的报酬占总报酬的比例 (Incentive Proportion, INCE) 作为被解释变量。CEO 总报酬包括工资、奖金、限制性股票、股票期权以及其他报酬。基于股票的报酬包括限制性股票和股票期权。股票期权价值以基于欧式看涨期权定价模型的 Black-Scholes 期权定价公式得出。

(2) 解释变量

本文的解释变量包括董事会特征变量和反映银行业行业特征及绩效的控制变量。董事会特征变量包括:董事会规模、外部董事比例、外部董事兼职、董事会领导结构、报酬与提名委员会结构、董事会持股比例、大股东持股比例、CEO 年龄;控制变量包括:资产规模、负债比率、成长机会和 ROA。各变量的操作性定义见表 1。

表 1 解释变量定义表

解释变量	操作性定义
董事会规模 (boardsize, BODS)	董事会总人数
外部董事比例 (outsiders, OUTS)	外部董事占董事会人数的比例
外部董事兼职 (directorships, DICS)	外部董事在不同企业同时拥有的董事席位数
领导结构 (leaderships, LEDS)	虚拟变量:董事长与总经理两职合一时,该变量为 1;两职分离时为 0
报酬与提名委员会结构 (insidersin committeeofcompensationand nomination, COMI)	虚拟变量:当报酬与提名委员会中有 1 个或 1 个以上的内部人时取 1,否则取 0
董事会持股 (directorshares, DIRS)	董事会持股占总股本的百分比
大股东持股比例 (blockholder, BLHD)	第一大股东持股占总股本百分比
CEO 年龄 (CEOage, AGE)	CEO 的年龄
资产规模 (LnAssets)	总资产的自然对数
杠杆率 (leverage, LEV)	总负债占总资产的比率
成长机会 (M/B)	(账面总资产 + 普通股市场价值 - 普通股账面价值) / 账面总资产
总资产收益率 (ROA)	净收益 / 总资产

3. 变量的描述性统计特征

表 2、表 3、表 4、表 5 分别是样本银行 CEO 总报酬、基于股权的报酬占总报酬比例以及董事会特征变量及各控制变量的年度变化和总体状况的描述性

统计结果。

表 2 显示,1996-2005 年间样本银行 CEO 报酬的自然对数在 12.24 至 20.51 之间波动,样本总体的均值为 14.88(见表 5)。CEO 总报酬在 2001 年之前呈明显的增长态势,而在 2001 年后却维持在相对稳定的水平。CEO 报酬中基于股权的部分所占比例呈现出先升后降的趋势,并在 2000 年达到最高峰。

表 3 和表 4 表明,样本银行董事会规模的均值呈缓慢下降的趋势,最大规模的董事会人数为 29 人,而最小规模的董事会仅有 4 人,总体均值和中值分别为 13.60 和 13,略高于非金融性企业这一指标

的平均值。在董事会结构方面,外部董事比例的均值为 0.75,且变化较为平稳。董事长和总经理两职合一的均值为 0.66,但呈明显的下降趋势。外部董事拥有的董事席位数的均值为 2.65,但自 2002 年以来,有缓慢增加的趋势。董事会和大股东持股比例、报酬和提名委员会内部人占比都呈现出下降的趋势,而 CEO 年龄却呈现出缓慢增长的态势。上述描述性统计结果表明,相对于一般性的非金融性企业,商业银行董事会的规模较大、外部董事占比以及董事会中董事长与 CEO 两职合一的比例均较高,这与现有的有关银行业董事会特征的研究结论基本一致。

表 2 样本银行被解释变量的年度变化描述性统计

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CEO 总报酬的自然对数										
平均值	14.41	14.76	14.68	14.80	14.90	15.00	15.07	15.07	15.14	14.99
中间值	14.07	14.57	14.34	14.60	14.79	14.72	14.78	14.99	15.13	14.98
标准差	1.15	1.33	1.19	1.23	1.35	1.19	1.14	1.24	1.08	1.30
基于股权的报酬占总报酬的比例										
平均值	0.31	0.43	0.42	0.43	0.44	0.42	0.43	0.38	0.31	0.31
中间值	0.35	0.42	0.46	0.41	0.45	0.41	0.41	0.37	0.31	0.29
标准差	0.22	0.25	0.22	0.24	0.25	0.26	0.26	0.25	0.23	0.24

表 3 样本银行解释变量的年度变化描述性统计

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
董事会规模										
平均值	14.19	13.88	14.14	13.58	13.86	13.63	13.21	13.12	13.23	13.12
中间值	13.00	13.00	15.00	14.00	14.00	14.00	13.00	13.00	13.00	12.00
标准差	6.26	5.76	5.98	5.43	5.32	5.21	4.75	4.40	4.12	3.87
外部董事比例										
平均值	0.75	0.75	0.75	0.76	0.76	0.75	0.75	0.76	0.75	0.77
中间值	0.79	0.79	0.78	0.78	0.78	0.79	0.78	0.77	0.78	0.79
标准差	0.12	0.11	0.11	0.10	0.10	0.12	0.09	0.09	0.09	0.08
外部董事兼职										
平均值	2.61	2.65	2.62	2.66	2.59	2.61	2.67	2.67	2.75	2.69
中间值	2.2	2.25	2.29	2.29	2.36	2.37	2.44	2.35	2.67	2.28
标准差	1.51	1.45	1.43	1.39	1.24	1.24	1.27	1.13	1.10	1.18
董事会领导结构										
平均值	0.72	0.70	0.70	0.70	0.60	0.63	0.65	0.63	0.65	0.61
中间值	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
标准差	0.45	0.46	0.46	0.46	0.49	0.48	0.48	0.48	0.48	0.49
报酬与提名委员会结构										
平均值	0.30	0.27	0.30	0.26	0.23	0.21	0.19	0.14	0.19	0.19
中间值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
标准差	0.46	0.45	0.46	0.44	0.42	0.41	0.39	0.35	0.39	0.39
董事会持股										
平均值	0.12	0.13	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10
中间值	0.06	0.04	0.06	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
标准差	0.16	0.18	0.16	0.16	0.16	0.14	0.14	0.14	0.14	0.12
大股东持股比例										
平均值	0.16	0.15	0.15	0.16	0.15	0.16	0.14	0.13	0.13	0.13
中间值	0.09	0.10	0.09	0.09	0.10	0.09	0.09	0.09	0.10	0.09
标准差	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.20	0.16	0.15	0.15	0.15
CEO 年龄										
平均值	54.19	54.60	55.23	55.49	55.88	55.51	55.86	56.86	57.88	58.30
中间值	54.00	55.00	55.00	55.00	56.00	56.00	55.00	56.00	58.00	58.00
标准差	6.72	6.50	6.45	6.91	6.80	7.11	6.67	6.67	6.67	6.81

表4 样本银行被解释变量和解释变量的总体描述性统计

	平均值	中间值	最大值	最小值	标准差
CEO总报酬的自然对数值	14.88	14.72	20.51	12.24	1.24
股权报酬占总报酬的比例	0.39	0.39	0.94	0.00	0.25
董事会规模	13.60	13.00	29.00	4.00	5.18
外部董事比例	0.75	0.78	0.90	0.33	0.10
外部董事兼职	2.65	2.32	8.23	1.00	1.03
领导结构	0.66	1.00	1.00	0.00	0.48
报酬与提名委员会结构	0.23	0.00	1.00	0.00	0.42
董事会持股	0.11	0.06	0.73	0.00	0.15
大股东持股比例	0.15	0.09	0.91	0.01	0.17
CEO年龄	55.98	56.00	75.00	36.00	6.85
总资产自然对数	23.43	23.07	28.03	16.87	1.99
杠杆率	0.89	0.91	0.97	0.76	0.08
M/B	1.06	1.06	1.79	0.07	0.14
ROA (%)	1.20	1.16	7.87	0.03	0.65

4. 回归方程

为检验商业银行董事会特征变量对 CEO 报酬及结构的影响,我们设计如下两个方程。其中,方程(1)用于检验董事会特征变量对 CEO 总报酬的影响;方程(2)用于检验商业银行董事会特征变量对 CEO 报酬结构的影响。

$$\ln \text{COMP}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BODS}_{it} + \alpha_2 \text{OUTS}_{it} + \alpha_3 \text{DICS}_{it} + \alpha_4 \text{LEDS}_{it} + \alpha_5 \text{COMI}_{it} + \alpha_6 \text{DIRS}_{it} + \alpha_7 \text{BLHD}_{it} + \alpha_8 \text{AGE}_{it} + \alpha_9 \ln \text{Assets}_{it} + \alpha_{10} \text{LEV}_{it} + \alpha_{11} \text{M/B}_{it} + \alpha_{12} \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{INCE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BODS}_{it} + \beta_2 \text{OUTS}_{it} + \beta_3 \text{DICS}_{it} + \beta_4 \text{LEDS}_{it} + \beta_5 \text{COMI}_{it} + \beta_6 \text{DIRS}_{it} + \beta_7 \text{BLHD}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \beta_9 \ln \text{Assets}_{it} + \beta_{10} \text{LEV}_{it} + \beta_{11} \text{M/B}_{it} + \beta_{12} \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中,各变量的下标 it 表示 i 银行第 t 年的指标。 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_{12}; \beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_{12}$ 代表回归参数, $\epsilon_{it}, \epsilon_{it}$ 则代表回归残差。

四、实证结果及分析

表5显示了方程(1)和方程(2)的回归结果。该表显示,银行董事会规模与 CEO 报酬水平和结构之间不存在统计意义上的显著关系,这与 Holthausen 和 Larcker(1993)基于制造业和服务业的实证研究结论不同。外部董事比例与 CEO 报酬呈显著的负相关关系,与基于股权的报酬占总报酬的比例显著正相关。这印证了 Mehran(1995)认为外部董事较内部董事更能代表股东利益的观点。董事长与 CEO 两职合一与 CEO 报酬呈显著的正相关关系,这与本文的假设一致,也印证了 Jensen (1993) 和 Cyert 等(2002)的观点。然而,两职合一对 CEO 基于股权的报酬呈较弱的显著正相关关系,这与本文的假设相反。

表5的结果还显示,外部董事拥有的董事席位数与 CEO 报酬及基于股权的报酬均显著正相关。这表明,在银行业,拥有较多董事席位的外部董事倾向于给予 CEO 较高的报酬补偿,且在报酬补偿中给予较高比例的股票或股票期权补偿。董事会持股比

例与 CEO 报酬在 10% 的水平上显著正相关,与基于股权的报酬占比也呈正相关关系,但不显著。这与本文的假设不一致。导致董事会持股比例与 CEO 报酬正相关的原因可能与银行业董事长与 CEO 两职合一的领导结构比较普遍有关。从上述董事会领导结构的描述性统计结果来看,样本银行中两职合一的银行比例的平均值高达 66%。这样,大多数银行的 CEO 也是董事会成员,而 CEO 持股收入构成其报酬的一部分。显然,董事会持股比例的增加也有可能导致 CEO 总报酬的增加。

表5 董事会特征影响 CEO 报酬和结构的回归结果

	LnCOMP	INCE
COSTANT	9.8324*** (7.017)	-0.3509*** (-5.885)
BODS	0.0041 (0.289)	0.0015 (0.332)
OUTS	-2.7816*** (-3.228)	0.4343** (2.086)
DICS	0.1103*** (2.853)	0.0328*** (2.933)
LEDS	0.1514** (2.144)	0.0055* (1.891)
COMI	-0.0956 (-0.726)	-0.0619 (-1.481)
DIRS	0.4033* (1.856)	0.1863 (0.809)
BLHD	-0.6591** (-2.153)	-0.3419*** (-3.081)
AGE	0.0055* (1.905)	-0.0051** (-2.025)
LnAssets	0.0912*** (2.805)	-0.0158* (-1.903)
LEV	-0.0789 (-0.191)	-0.0111* (-1.885)
M/B	0.2872* (1.849)	0.1753*** (2.929)
ROA	2.8851 (0.501)	2.6389 (1.443)
样本数量	421	421
调整后的 R ²	0.761	0.484
F 统计值	22.685	5.459

注:表中***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。()中的数据表示该变量的 t -统计值。

大股东持股比例与 CEO 报酬及基于股权的报酬均呈负相关关系,这说明大股东在 CEO 的监督中发挥着重要的作用,且大股东在公司治理中的作用与股权激励之间具有替代性。CEO 的年龄与其报酬显著正相关,与基于股权的报酬显著负相关,这与本文的假设相一致,也与一般性行业的研究结论相同。报酬与提名委员会中是否存在内部人的虚拟变量与 CEO 报酬和结构均呈负相关关系,但不显著。

控制变量总资产的自然对数与 CEO 报酬之间显著正相关,这与一般性行业的研究结论一致。总资产的自然对数与 CEO 报酬中基于股权的报酬显著负相关,这可能是由银行业的行业特征所致。Jensen 和 Murphy(1990)认为,大公司往往是公众关

注的焦点,迫于政治的压力,其管理层报酬的业绩敏感度往往较小,股票期权占报酬补偿的比重会比较低。商业银行资产规模巨大,在国民经济中具有重要地位,其债权人广为分散,监管部门和社会公众往往要求银行管理层的报酬更为稳定和透明。杠杆率与 CEO 报酬之间不具统计意义上的显著相关性,但与基于股权的报酬所占比例显著负相关,这与 Jensen 和 Meckling(1976)、John 和 John(1993)所认为激励契约的报酬 - 业绩敏感程度随杠杆率的增加而下降的观点一致。反映银行成长机会的市值与账面价值之比与 CEO 报酬及基于股权的部分都呈显著正相关关系,这与 Smith 和 Watts(1992)的观点一致。反映银行经营业绩的财务指标 ROA 与 CEO 报酬和结构之间都不具备统计意义上的显著相关性,这表明,银行业 CEO 报酬水平和结构受反映经营业绩的市场指标的影响,而与财务指标之间的关联较弱。

五、结论

本文在对现有文献进行整理分析的基础上,结合银行业的行业特征,选取 1996-2005 年美国 43 家代表性商业银行的相关数据,实证分析和检验了商业银行董事会特征对 CEO 报酬和结构的影响。本文研究结果表明:商业银行董事会规模较大,但其对 CEO 的报酬水平和结构影响不显著;外部董事比例较高,外部董事占比与 CEO 报酬显著负相关,与基于股权的报酬占总报酬的比例显著正相关;董事长与总经理两职合一的领导结构、外部董事拥有的董事席位数对 CEO 报酬和基于股权的报酬都有显著的正面影响。这表明,在银行业,两职合一的领导结构和董事过度繁忙会导致 CEO 总报酬水平及基于股权的报酬比例的上升;董事会持股比例与 CEO 报酬之间存在显著的正相关关系,但对基于股权的报酬影响不显著;大股东持股比例与 CEO 报酬和基于股权的报酬都有显著的负面影响;CEO 年龄与其总报酬显著正相关,但与基于股权的报酬占比之间存在显著的负相关关系。

必须指出的是,尽管本文的研究结果表明 CEO 报酬和结构受银行董事会特征的影响,但正如 Hermalin 和 Weisbach(2003)所指出,银行董事会特征与 CEO 报酬和结构之间本身就是互为因果、相互影响的。本文只是单方面检验了董事会特征对 CEO 报酬和结构的影响,要想使理论研究更精确的反映它们之间的关系,则必须动态考察董事会特征与 CEO 报酬和结构的关系。

注释:

尽管近年来发达国家的银行管制已大为放松,但与其他行业相比,银行业仍受到严格的行业管制。

在大多数经济学、金融学文献中,外部董事指董事会成员中除执行董事、公司雇员、退休的前任高管、CEO 或董事长的亲属以及公司法律顾问等之外的成员,本文中的外部董

事的定义以此为准。

尽管 Hall 和 Murphy(2000)等认为,利用 Black-Scholes 期权定价公式来计算管理层股票期权的价值将会夸大这一激励机制的作用,但是,与其他期权定价公式相比,Black-Scholes 公式的准确性仍相对较高且简便易行。并且美国 SEC1992 年的文件要求上市公司在披露其报酬计划时使用 Black-Scholes 公式对股票期权进行估价。

在 Yermack(1996)、Klein(1998)、Vafeas(1999)的研究结果中,非金融类企业董事会规模的均值为 12 人。

Smith 和 Watts(1992)认为,当企业拥有较多的投资机会时,经理能够掌握更多投资机会的信息,信息不对称的情况更加严重。因此,随着企业投资机会的增多,董事会更有可能将经理的激励契约同企业的价值相联系。

参考文献:

1. Angbazo, L. and Narayanan, R., 1997. "Top Management Compensation and the Structure of the Board of Directors in Commercial Banks." *European Finance Review*, Vol. 1, pp. 237-257.
2. Adams, R. and Mehran, H., 2003. "Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies." *FRBNY Economic Policy Review*, April, pp. 123-142.
3. Andres, P. and Gonzalez, E., 2006. "Corporate Governance in Banking: the Role of Board of Directors." *University of Empres Working Papers*.
4. Beasley, M., 1996. "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud." *Accounting Review*, Vol. 71, pp. 443-465.
5. Bertrand, M. and Mullainathan, S., 2000. "Agents without Principals." *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 203-208.
6. Chhaochharia, V. and Grinstein, Y., 2006. "CEO Compensation and Board Structure." *Word Bank Working Paper*.
7. Core, J.; Holthausen, R. and Larcker, D., 1999. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.
8. Crystal, G. S., 1991. *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*. New York: Norton.
9. Cyert, R.; Kang, S. and Kumar, P., 2002. "Corporate Governance, Takeovers, and Top-management Compensation: Theory and Evidence." *Management Science*, Vol. 48, pp. 453-469.
10. Grinstein, Y. and Hribar, P., 2004. "CEO Compensation and Incentive: Evidence from M&A Bonuses." *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 119-143.
11. Hallock, K. F., 1997. "Reciprocally Interlocking Board of Directors and Executive Compensation." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, pp. 331-344.
12. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S., 2003. "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature." *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 9, pp. 7-26.
13. Holthausen, R. and Larcker, D., 1993. "Board of Directors, Ownership Structure and CEO Compensation." *Working Paper, University of Pennsylvania*.
14. Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
15. Jensen, M., 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.

(以下文献略)

(作者单位:武汉大学经济发展研究中心 武汉 430072
武汉大学经济与管理学院金融系 武汉 430072)
(责任编辑:彭爽)