

美国上市公司股东的薪酬建议权初探

樊 健

内容提要:美国《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》赋予上市公司股东薪酬建议权,即股东有权在公司的股东年会上对公司在上一年度支付给高管的薪酬进行建议性投票,意在控制高管薪酬的绝对数量并且增强薪酬与公司业绩之间的联系,英国经验为此提供了依据。反对意见认为薪酬建议权侵害了州和董事会的正当权力,并产生了“绑定”和投票顾问“过大影响力”等问题。学者们提出了改变薪酬建议权事后性、让股东选择适用以及规定薪酬建议权仅适用于大型公司等改进建议。由于薪酬建议权在美国实施仅两年,其真正的效果以及可能产生的问题尚未完全显现出来,本文仅是初步的研究。

关键词:高管薪酬 股东薪酬建议权 公司治理 董事会

樊健,清华大学法学院博士研究生。

前 言

始于 2008 年的金融危机再次点燃了美国公众对于上市公司高管薪酬的怒火。^[1] 有学者指出本次金融危机产生的原因之一就是金融机构高管的薪酬结构鼓励他们追求高风险的短期收益,^[2]一旦风险不可控,灾难性的后果便发生了。更为根本的是美国上市公司治理中的系统性缺陷使得高管们可以利用手中的“权力”获得与公司业绩不相匹配的巨额薪酬,这种“无功受禄”的现象引起了美国学界的高度关注和激烈争论。^[3] 改革美国上市公司治

[1] 美国上市公司高管薪酬的问题为最近 20 年以来美国公众以及学界所密切关注和热烈讨论的一个话题。尤其是当经济处于“熊市”的时候,公众对于高管薪酬的“公愤”也就越强烈,改革的需求也就越迫切。参见 David I. Walker, *The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence 1* (Boston Univ. School of Law Working Paper No. 10 - 32, 2010), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1688560, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[2] Jeremy Ryan Delman, Structuring Say-On-Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation, 2010 *Colum. Bus. L. Rev.* 583, 584 (2010).

[3] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,赵立新等译,法律出版社 2009 年版; Iman Anabtawi, Explaining Pay Without Performance: The Tournament Alternative, 54 *Emory L. J.* 1557 (2005); Stephen M. Bainbridge, Executive Compensation: Who Decides? 83 *Tex. L. Rev.* 1615 (2005).

理,增加股东的权利,成为危机时代媒体与公众的一致呼声。^[4]

美国国会立法者对此的回应便是在《2010年华尔街改革和消费者保护法》^[5]中增加了旨在规范全体上市公司高管薪酬的第951条,即股东“薪酬建议权”^[6](Say-On-Pay)条款。本条的主要内容^[7]是:(a)至少每三年,上市公司的股东有权在公司的股东年会上对公司在上一年度支付给高管^[8]的薪酬(以下简称薪酬安排)进行建议性投票;并且至少每六年,股东有权对在多少时间内举行一次这样的建议性投票进行表决;(b)对高管的离职补偿,即“黄金降落伞”也进行类似的“建议性投票”;(c)投票结果对公司及其董事会没有拘束力,并且不课以董事新的“受信义务”,也不会限制股东提出有关高管薪酬的提案权;(e)授权美国证券交易委员会豁免某些小型上市公司适用本条(a)(b)两款的规定。^[9]该法所规定的股东薪酬建议权无疑是对美国高管薪酬制定权的一次重大变革。传统上,除了业绩薪酬^[10]与股权性薪酬计划^[11]需要股东大会表决之外,美国上市公司高管的薪酬由董事会制定,并不需要股东大会的表决。^[12]通行的做法是,全部由独立董事组成的薪酬委员会在薪酬顾问的辅助下制定出符合本公司实际情况的高管薪酬。^[13]此时他们需要遵守《公司法》和司法判例中对于董事注意义务的规定,以免将来被股东起诉违反该义务。^[14]《2010年华尔街改革和消费者保护法》关于薪酬建议权的规定,在一定程度上改变了传统公司法中关于高管薪酬制定权的分配模式,影响深远。虽然该法一再强调股东大会的表决结果仅

[4] Sanjai Bhagat & Roberta Romano, Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term, 26 *Yale J. on Reg.* 359, 360 (2009).

[5] 英文全称为 The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010,于2010年7月21日生效。因本法由参议院银行委员会主席克里斯多弗·多德以及众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克领导起草,故又称为《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》,或简称为《多德-弗兰克法案》。中文译本参见《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》,董裕平等译,中国金融出版社2010年版。本文的翻译与该中译本稍有不同。

[6] 国内多将 Say-On-Pay 翻译为“薪酬建议权”,参见 Colin Barr:《“薪酬建议权”为何不会奏效》,熊静译,http://www.fortunechina.com/first/content/2009-11/19/content_27175.htm,最后访问时间:2011年12月21日。也有翻译为“咨询性投票”的,参见隋平:《奥巴马新政美国〈Dodd-Frank 法案〉评析》,法律出版社2011年版,第157页。关于 SOP 在美国简要的立法过程,参见 Andrew C. W. Lund, Say on Pay's Bundling Problems, 99 *Ky. L. J.* 119, 123-124 (2010)。

[7] 笔者仅翻译出与本文内容直接相关条文的大意,详细内容还请查阅本法。

[8] 高管范围为公司首席执行官(CEO)以及其他四位需要在公司年报中披露薪酬的高级管理人员。

[9] 美国证券交易委员会(SEC)要求资本在7500万美元以上的上市公司在2011年度股东大会上实行该制度;而资本在7500万美元以下的小型上市公司在2013年股东大会上实行该制度。

[10] 按照美国《国内税收法典》(Internal Revenue Code)第162(m)条的规定,在每个税收年度,如果上市公司的首席执行官与其余四位薪酬最高的公司高管每人的年收入超过100万美元,那么超过的部分不能作为公司的费用在税前扣除;除非该收入是业绩薪酬,并且得到股东大会的批准,资料来源:http://www.natlawreview.com/article/new-internal-revenue-code-section-162m-proposed-regulations-take-surprising-position-restrict,最后访问时间:2012年2月15日。实务中,由于高管们的年薪远远高于100万美元,所以几乎所有的上市公司都会遵守此规定以获得费用扣除。

[11] 从2003年6月30日起所有在纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所上市的公司都需要将其股权性薪酬计划,交由股东大会表决,如果对该计划进行实质性修改,也需要股东大会的表决。一些例外的情形包括:该计划是为了吸引新的员工或者该计划是向所有股东发售的认购权证等。该规定是纽约证券交易所和纳斯达克交易所制定的上市规则,并不是公司法、证券法或者是美国证券交易委员会的规定。参见 Release No. 34-48108; File Nos. SR-NYSE-2002-46 and SR-NASD-2002-140,资料来源:http://www.sec.gov/rules/sro/34-48108.htm,最后访问时间:2012年2月15日。

[12] 《特拉华州普通公司法》第141(a)条规定,公司的董事会管理或者指导管理公司的营业与事务,其中包括高管薪酬的制定。

[13] William, T. Allen & Reinier Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York: Aspen Publishers, 2003, p. 319.

[14] Charles M. Elson, Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership, 63 *U. Cin. L. Rev.* 649 (1995).

仅是建议性的,对公司和董事会没有拘束力。但实际上,从本文后面的分析可知,即使是建议性的投票对薪酬委员会也会产生相当大的影响。从积极方面来说,薪酬委员会可能会更加主动地倾听股东的意见和建议,将他们的意愿反映在高管的薪酬安排上;从消极方面来说,薪酬委员会可能会以股东大会的表决结果作为借口,减免他们在制定高管薪酬时的终局性责任。

在美国,股东薪酬建议权并不是新生事物。早在 2006 年就有一些积极股东通过股东提案的方式向公司提议赋予股东对高管薪酬安排的建议权;^[15]金融危机爆发之后出台的《不良资产救助计划》(The Troubled Assets Relief Program)要求所有受到联邦紧急援助的金融机构必须赋予股东薪酬建议权。^[16]但是,它们的影响力却远逊于《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》的规定。就股东提案而言,只有当股东对特定公司高管的薪酬安排不满时,他们才会提出此类提案,具有个别性和针对性;然而,该法规定的薪酬建议权则涵盖所有上市公司的高管薪酬安排,不论股东对该薪酬安排是否满意,都需要进行表决。就《不良资产救助计划》的规定而言,其所涵盖的对象仅限于受到联邦紧急援助的金融机构,数量有限;并且一旦该金融机构偿还联邦政府的救助资金,其就无须遵守该计划的规定。然而,按照《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》的规定,所有上市公司都必须赋予股东薪酬建议权,其所涵盖的公司数量远多于《不良资产救助计划》的规定。总之,《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》所规定的薪酬建议权对于之前的公司实践和立法规定,可以说进行了“颠覆性”的变革。那么,其在 2011 和 2012 年所产生的实际效果又如何呢?

从 2011 年美国薪酬建议权的统计结果来看,绝大多数上市公司的高管薪酬安排得到了大多数股东的支持。在超过 2500 家进行股东建议性投票的上市公司中,98.5% 的公司获得了多数股东的支持,事实上,平均支持率高达 90%。数据表明,在金融危机之后,高管的平均薪酬不仅没有减少,反而在 2008 年 - 2010 年这 3 年间上涨了 37%。^[17]考虑到 2011 年的股东投票是对 2010 年高管薪酬安排的表决,这初步表明薪酬建议权并没有减少公司高管薪酬上涨的趋势。高支持率的一个重要原因可能是,由于公司的薪酬委员会受到了股东(包括薪酬建议权)的压力,他们重新设计了高管的薪酬构成,使其与公司业绩之间的联系更加紧密。有数据显示,在 2008 年 - 2010 年这 3 年间,高管的薪酬构成中,股权薪酬由 19% 增加到了 28%,期权薪酬由 16% 增加到了 23%,而离职补偿等薪酬则减少近 20%。^[18]大约有 120 家上市公司的高管薪酬安排,其股东支持率低于 70%,但是高于 50%,可能的原因之一是相比于同行业高管的平均薪酬,这些公司高管的薪酬明显过多。有近 40 家上市公司的高管薪酬安排未能获得多数股东的支持(即支持率低于 50%),其中包括大名鼎鼎的惠普公司(Hewlett-Packard),其支持率仅为 41.8%。^[19]

2012 年的薪酬建议权统计结果,与 2011 年相比,不论是对于大型上市公司还是对于全

[15] Risk Metrics Group, *Evaluating U. S. Company Management Say on Pay Proposals 4* (2009), 资料来源: http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20090316_RiskMetrics.pdf, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[16] American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Pub. L. No. 111 - 5, § 7001, 123 Stat. 115, 519 (2009).

[17] Subodh Mishra, *Stocking Up: Post-Crisis Trends in U. S. Executive Pay 1* (2012), 资料来源: http://www.isscorporateservices.com/sites/default/files/images/ISS_WhitePaper_Stocking_Up.pdf, 最后访问时间:2012 年 10 月 8 日。

[18] Subodh Mishra, *Stocking Up: Post-Crisis Trends in U. S. Executive Pay*, p. 1.

[19] Say on pay votes less than 50% support, 资料来源: http://say-on-pay.com/wp-content/uploads/2011/11/SOP_LessThan50PrcSuprt_20111114.png, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

体上市公司而言并没有本质上的区别。^[20] 截止到2012年9月5日为止,从2025家公司所披露的薪酬建议权投票结果来看,1466家公司获得超过90%的支持率,占总数的72%;381家公司的支持率在70% - 90%之间,占总数的19%;^[21] 因此,91%的公司获得超过70%的股东支持率,可见对于绝大多数公司而言,股东对于高管的薪酬安排是满意的,这与2011年所显示的结果并无差异。125家公司的支持率在50% - 70%之间,占总数的6%;而未能获得多数股东支持的公司只有53家,仅占总数的2.6%,^[22] 其中包括著名的花旗集团(Citigroup Inc.),其仅获得45%的支持率,相比去年93%的支持率,少了一半都不止。^[23] 值得注意的是,相较于2011年,投票顾问的影响力进一步增强了。^[24]

对于在2011年未得到多数股东支持的薪酬安排而言,绝大多数都在2012年的股东大会上获得了通过,而且平均通过率高达89%,比2011年高出48%。原因在于:公司增加了长期业绩薪酬的比例;积极地与机构投资者、投票顾问等展开交流;以及减少被投票顾问认定是“有问题”的薪酬组成部分(如在公司控制权转移时过高的补偿金)等七个方面。^[25] 可见,股东薪酬建议权对于薪酬安排未获股东大会通过的公司而言,具有较为明显的改进效果,有利于促使薪酬安排朝更加符合股东利益的方向发展。在2011年,有近10家上市公司的股东以高管薪酬安排未能获得多数股东的支持为理由,直接对公司董事提出股东派生诉讼。有的法院基于商业判断规则驳回了股东的起诉;^[26] 但有的法院则认为公司未能获得多数股东的支持已经足够成为法院受理股东派生诉讼的理由了。^[27] 从2012年最新的司法实践来看,多数联邦法院认为,不能仅仅因为薪酬安排未能获得多数股东的支持,而排除商业判断规则的适用。

薪酬建议权的实际效果究竟如何?薪酬建议权是否能够改善美国上市公司的治理水平,减少过多的高管薪酬并且使得高管薪酬与公司业绩之间的联系更为紧密?薪酬建议权是否能够提升上市公司的价值,为公司股东带来相应的回报?至少目前,还没有足够的实证

[20] Sullivan & Cromwell LLP, *Say-on-Pay-Review of 2012 Proxy Season Results*, 资料来源: http://www.sullcrom.com/files/Publication/e294e919-4351-4d6c-a6d1-06914f0f36d6/Presentation/PublicationAttachment/d4a5c6b3-1140-4eb7-8942-d3dc71655a67/Say-on-Pay_Review_of_2012_Proxy_Season_Results_7-20-2012.pdf, 最后访问时间:2012年10月8日。

[21] Semler Brossy, *2012 Say on Pay Results*, 资料来源: <http://www.semlebrossy.com/wp-content/uploads/2012/09/SBCG-SOP-2012-09-05.pdf>, 最后访问时间:2012年10月8日。

[22] Semler Brossy, *2012 Say on Pay Results*.

[23] Noam Noked, *Continuing Developments in the 2012 Proxy Season*, 资料来源: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/05/08/continuing-developments-in-the-2012-proxy-season/>, 最后访问时间:2012年10月8日。花旗集团2011年高管薪酬安排的股东支持率仅为45%,其中两大投票顾问ISS和Glass Lewis都建议股东反对该薪酬安排。这是自从薪酬建议权生效以来,首次一家享誉全球的大型金融机构的高管薪酬安排没有获得多数股东的通过,所以引起了社会公众的广泛关注。股东反对该薪酬安排的主要理由是:首席执行官Vikram S. Pandit在2011年获得价值高达1500万美元的薪酬,而公司股价在过去5年内下跌了近90%,尤其是去年一年股东总回报率下跌了44%,这显然是“无功受禄”了。另外,与同行业高管的薪酬相比,Pandit的薪酬也明显过高。花旗银行的一个辩解理由是,在2009和2010年,Pandit每年仅象征性地从公司获得1美元的薪酬。言下之意,2011的高额薪酬算是对过去的一个补偿。然而,股东对此并不理会,除了投出反对票之外,有的股东已经根据此次投票结果提出了股东派生诉讼。

[24] Jeremy L. Goldstein, *Say on Pay 2012*, 资料来源: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/07/14/say-on-pay-2012/>, 最后访问时间:2012年10月8日。

[25] Semler Brossy, *Behind The Numbers; How Have Companies Responded To Failed 2011 Say on Pay Vote?* 资料来源: <http://www.semlebrossy.com/wp-content/uploads/2012/05/BTN-How-have-companies-responded-to-failed-2011-Say-on-Pay-votes.pdf>, 最后访问时间:2012年10月8日。

[26] *Teamsters Local 237 Additional Sec. Benefit Fund v. McCarthy*, (Ga. Super. Ct. Sept. 15, 2011).

[27] *NECA-IBEW Pension Fund v. Cox*, (S. D. Ohio Sept. 20, 2011).

研究结果来给出明确的回答。因为薪酬建议权在美国实施仅两年,其真正的效果以及可能产生的问题还需要再经过若干年之后,才能逐渐完全显现出来。本文对此仅仅是一个初步的研究。

一 高管薪酬:争议焦点

美国学界对于上市公司高管薪酬的争议焦点主要有两个^[28]:第一,与普通员工的收入相比,高管的薪酬是否过多。有数据显示,美国高管的平均薪酬与普通员工的薪酬之比,从 20 世纪 50 年代的 20:1 飙升至现在的 350:1,引起了广泛关注。^[29] 虽然公众和媒体对该问题十分重视,但学界主流观点认为收入差距问题并不是公司治理中的重要问题。^[30] 只要(高管的)薪酬是通过利益激励切实服务于股东利益的,当前的甚至更高的薪酬水平都可以接受。^[31] 这样就引出了学界争议最多的第二个问题,即高管的薪酬是高管通过手中的权力和对董事会强大的控制力而获得的呢,还是高管与公司之间通过公平交易而达成的最优合同的结果呢? 以下就这两种对立的观点做简要介绍:

第一,持高管“权力理论”的学者,当以哈佛大学伯切克教授和弗里德教授为代表。在他们的名著《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》中,两位学者认为:“事实上,有缺陷的薪酬安排普遍存在、根深蒂固,并且是系统性的。它源自公司治理结构中的瑕疵,这种治理结构使得高管能够对董事会施加相当大的影响力。”^[32] 虽然制定高管薪酬的薪酬委员会的董事皆为独立董事,但是他们有各种各样的经济动机支持或者至少接受有利于公司高管的安排。各种社会的和心理的因素(“袍泽之谊”、“团队精神”、避免在董事会团队中发生冲突的自然愿望,以及某些时候的友谊和忠诚)也在把董事们拉向同一个方向。^[33] 总之,在和公司高管的关系上,董事们具有“结构性的偏见”。^[34] 因此,董事缺乏就薪酬问题讨价还价的足够动力,或者干脆就没有有效地监督薪酬。高管对董事的影响使其能够获得“租金”——超出那些通过真正的公平交易可以获得的利益。^[35] 确有大量证据表明,高管对董事会的影响力越大,其薪酬越高,而薪酬相对于业绩的敏感度越低。^[36] 所以,他们的建议是:“改善董事会表现的最有效的途径是增加股东相对董事的权力。我们不仅应当让董事更加独立于高管,还应当让他们较少地独立于股东。”^[37]

第二,反对高管“权力理论”的学者认为虽然高管薪酬有滥用和不道德的现象存在,但

[28] Jeffrey N. Gordon, “Say on Pay”: Cautionary Notes on the U. K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, 46 *Harv. J. on Legis.* 323, 328 (2009).

[29] Jeffrey N. Gordon, “Say on Pay”: Cautionary Notes on the U. K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, p. 324.

[30] Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How* (1990), 资料来源: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。作者认为虽然美国高管薪酬存在很多问题,但过多的薪酬并不是最重要的问题。真正的问题是高管是怎样获得薪酬的。上世纪 90 年代的高管如同政府官员一样,其薪酬与公司的业绩无关。

[31] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,引言第 7 页。

[32] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,前言第 1 页。

[33] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,第 3 页。

[34] Julian Velasco, *Structural Bias and the Need for Substantive Review*, 82 *Wash. U. L. Q.* 821 (2004).

[35] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,第 4 页。

[36] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,第 4 页。

[37] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,第 189 页。

是大体上典型的高管薪酬是由市场力量所决定的。^[38] 首先,公司高管持有大量本公司的股票和股票期权,这能够给予高管足够的激励使得他们的薪酬水平和公司的股价紧密相连,所谓的“无功受禄”是建立在错误的薪酬结构和激励机制的假设之上的。^[39] 其次,因为公司高管的薪酬大部分由业绩薪酬所构成,这样的构成具有很高的风险性,而风险是和回报正相关,风险越高,则回报越高。^[40] 最后,实证研究也表明,在过去五年,薪酬排名前10位的高管的业绩比同行业的其他高管超出90%,而薪酬排名在后10位的高管的业绩比同行业的其他高管低40%,可见,典型的高管薪酬是与公司业绩紧密相联的;^[41] 换句话说,高管之所以变得有钱了,是因为股东变得有钱了。^[42] 总之,所谓“无功受禄”的问题根本就不存在。^[43]

虽然在理论和实证研究上,两派中的任何一方都没有获得胜利。但是,在立法上,高管“权力理论”的支持者显然已经完全胜出。针对在薪酬制定方面高管滥用权力和董事失职的公司治理病象,伯切克和弗里德教授开出的药方是增加股东权利,让董事更加依赖股东。这样就可以抵消某些令董事倾向于追求他们自己的利益或高管的利益而非服务于股东的因素。它可以让董事连任的意愿成为积极而非消极的力量。它可以激励董事不断积累为股东利益服务的声誉。它还能培养董事忠实于股东的意识,尤其是在选举董事的过程中投资者起积极作用的话。^[44] 无疑,薪酬建议权就是伯切克和弗里德教授开出的药方之一。^[45]

二 薪酬建议权的立法依据和立法目标及其英国经验

(一) 薪酬建议权的立法依据和立法目标

薪酬建议权的立法依据在于:通过投票,股东可以在高管薪酬问题上发表自己的意见。如果对于薪酬安排不满意,可以投出否决票或者弃权,一旦否决票或者弃权达到一定的数量,则薪酬委员会的独立董事们便会承受巨大的压力,从而改变既定的薪酬安排,使之能更好地服务于股东利益。^[46] 如果薪酬委员会一意孤行,不对薪酬安排做出调整,则在随后的

[38] Testimony of Steven N. Kaplan, *Hearing on “Empowering Shareholders on Executive Compensation” and H. R. 1257, the “Shareholder Vote on Executive Compensation Act”*, Before the H. Comm. on Financial Service 1 (2007), 资料来源: <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/KaplanTestimonyFinancialServices.pdf>, 最后访问时间:2012年2月15日。

[39] John E. Core (et al.), Is U. S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance? 103 *Mich. L. Rev.* 1142, 1144 (2005)。

[40] William W. Bratton, The Academic Tournament Over Executive Compensation, 93 *Cal. L. Rev.* 1557, 1561 (2005)。

[41] Steven N. Kaplan, *Hearing on “Empowering Shareholders on Executive Compensation” and H. R. 1257, the “Shareholder Vote on Executive Compensation Act”*, Before the H. Comm. on Financial Service, p. 2。

[42] Stephen M. Bainbridge, Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II, 95 *Minn. L. Rev.* 1779, 1810 (2011)。

[43] Stephen M. Bainbridge, *Remarks on Say on Pay: an Unjustified Incursion on Director Authority* 11 (UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08 - 06, 2008), 资料来源: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1101688, 最后访问时间:2012年2月15日。

[44] [美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,第189页。

[45] 事实上,伯切克教授是美国公司法学界积极主张增加股东权利的学者之一。他发表了多篇著名的论文,来全面阐述其主张,包括但不限于:Lucian A. Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005); Lucian A. Bebchuk, The Myth Of The Shareholder Franchise, 93 *Va. L. Rev.* 675 (2007)。这涉及公司法中最为根本性的问题:在公司中,是董事会,还是股东会应该成为公司重要决策的制定者?这非本文所能详论,但在后文三、(二)有关公司高管薪酬制定权的分配部分,本文对这一根本性问题将有所讨论。

[46] Testimony of Lucian A. Bebchuk, *Hearing on “Empowering Shareholders on Executive Compensation” and H. R. 1257, the “Shareholder Vote on Executive Compensation Act”*, Before the H. Comm. on Financial Service 68 (2007), 资料来源: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrg35402/pdf/CHRG-110hhrg35402.pdf>, 最后访问时间:2012年2月15日。

董事选举中,不满意的股东可能对薪酬委员会甚至整个董事会的成员,投出反对票。考虑到这一点,则薪酬委员会的董事们就不得不慎重对待股东的意见了。有学者打了一个形象的比喻:“薪酬建议权中的反对票或者是弃权,好比是足球比赛中的黄牌,股东先给予董事会,尤其是薪酬委员会的董事们一次警告;如果董事们不听警告,随之而来的便是红牌,将之罚出场。”^[47]除此之外,为了避免反对票或弃权过多的情况产生,薪酬委员会在制定薪酬安排的时候,会同主要的机构投资者或投票顾问进行沟通交流,以达成双方一致的意见。这种交流从简单的电话交谈到多次的高层会议,不一而足。^[48]通过使董事会,尤其是薪酬委员会的独立董事承受更多的“公愤”以及与主要股东进行协商,立法者希望通过薪酬建议权,一方面能够控制高管薪酬的绝对数量;另一方面也能够使高管薪酬与公司业绩之间的关系更加紧密。他们的乐观情绪并非空穴来风,其主要来源于英国薪酬建议权所产生的“良好效果”。^[49]另外,薪酬建议权可能达到的一个间接的效果是,当公司的薪酬安排未能获得多数股东的支持时,股东可以据此作为理由,向董事提起股东派生诉讼,理由是违反注意义务或者是浪费公司财产,此点在前言中已有介绍。^[50]这样,巨大的声誉压力和潜在的法律风险迫使董事会必须制定出最符合股东利益的薪酬安排,以期能获得多数股东的支持。

(二) 薪酬建议权的英国经验

英国的薪酬建议权制定于 2002 年,正式实施于 2003 年度的股东大会。^[51]该薪酬建议权要求上市公司的股东(在创业板上市的公司除外)对董事会提交的薪酬报告(Directors' Remuneration Report, DRR)进行无拘束力的投票。^[52]英国版薪酬建议权的初衷是为了应对不断扩大的高管和普通职工之间的收入差距以及不断发生的高管薪酬丑闻,尤其是为了规制所谓的“肥猫”和“奖励失败”现象。^[53]虽然,有个案表明由于多数股东的反对,公司的董事会迫于压力不得不修改已制定的薪酬报告来迎合股东的反对意见;^[54]但是,从薪酬建议

[47] Testimony of Richard Ferlauto, *Hearing on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H. R. 1257, the "Shareholder Vote on Executive Compensation Act"*, Before the H. Comm. on Financial Service 117 (2007), 资料来源: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrg35402/pdf/CHRG-110hhrg35402.pdf>, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[48] Testimony of Stenpen M. Daics, *Hearing on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H. R. 1257, the "Shareholder Vote on Executive Compensation Act"*, Before the H. Comm. on Financial Service 103 (2007), 资料来源: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrg35402/pdf/CHRG-110hhrg35402.pdf>, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[49] 英国薪酬建议权的效果究竟如何,在实证研究方面并无一致的意见。美国立法者的乐观情绪是建立在对薪酬建议权持肯定结论的实证研究基础之上的。对于持中立结论或者否定结论的实证研究,立法者并未给予足够的重视。所以笔者在良好效果上加了引号,以示这是立法者单方面看法,并非学界的一致共识。

[50] 一般情况下,只有当原告股东提出证明性相当高的证据以证明董事违反“注意义务”时,法院才会受理原告的派生诉讼。

[51] 2002 年 6 月 25 日,英国商工部(The UK Department of Trade and Industry, DTI)向议会提交关于薪酬建议权的议案,该议案于同年 7 月 25 日在议会获得通过,并于 2003 年生效。

[52] 该报告包括了上一年度的高管薪酬安排和本年度的薪酬政策。参见:Jeremy Ryan Delman, *Structuring Say-On-Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting On Executive Compensation*, p. 593.

[53] Fabrizio Ferri and David A. Maber, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK 1*, 资料来源: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420394, 最后访问时间:2011 年 2 月 15 日。从 1979 年到 1994 年,英国大型上市公司的高管薪酬上涨了 6 倍,但公司的业绩并没有显著的上升。同时,这些公司却裁撤了大量的员工。高管日益上涨的工资与日益攀高的失业率形成了鲜明的对比,也激起了英国公众、媒体、政府官员甚至是宗教界人士的高度关注,参见:Jeremy Ryan Delman, *Structuring Say-On-Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting On Executive Compensation*, p. 593.

[54] 一个典型的例子是 GlaxoSmithKline 案。该公司 50.7% 的股东反对董事会提出的“黄金降落伞”安排。该安排规定,如果公司 CEO 失去其工作,那么公司将支付其 3500 万美元、两年的奖金、顾问合同以及退税优惠等作为补偿。虽然股东的反对意见并没有约束力,但是,公司立即要求其薪酬顾问对该安排进行独立的检查,并在随后对之进行了修改。修改后的“黄金降落伞”安排仅支付离职 CEO 一年的工资、一年的奖金以及依照激励计划可以行使的股权性薪酬。

权整体的实际效果来看,英国学界并没有达成比较一致的看法,甚至存在截然相反的实证研究结论。

持肯定意见的学者认为:“当公司高管的薪酬显然过高时,股东的反对票也就越多。当股东对公司高管的薪酬政策持负面看法时,董事会会对此作出回应,以避免一旦股东投出反对票时,董事会遭受经济上以及非经济上(名声、权力以及荣誉等)的损失。董事会的回应要么是减少高管的薪酬;要么是将该高管解雇。从而,薪酬建议权能在公司治理中起到作用。”^[55]另有一篇引用率相当高的实证研究论文认为:“总的来说,英国投资者同意薪酬建议权是一种能够增加公司价值的监督机制。投资者能够通过该制度来迫使公司减少争议性比较大的薪酬安排以及增加高管薪酬与公司绩效之间的关联性。”^[56]“尤其是对于那些在薪酬建议权实现之前,高管薪酬过多的公司而言,薪酬建议权对于提升高管薪酬与公司绩效之间关联性的作用非常明显。”^[57]另外有学者认为:“虽然薪酬建议权对于高管薪酬组成中的某些部分,如离职补偿,具有明显的抑制作用;但是从整体上看,该制度并没有减少公司高管的薪酬以及薪酬增长幅度。”^[58]

持否定意见的学者认为:“只有有约束力的股东投票权才会有效地减少高管薪酬,而建议性投票权则无法达到此种目的。研究甚至发现,比起股东没有投票权,这种建议性投票权甚至会鼓励高管要求更多的奖金。”^[59]一份研究报告涵盖了从2002年到2007年间大约5万家英国上市公司的建议性投票,其结论是没有证据显示薪酬建议权会对高管薪酬产生影响。^[60]

虽然实证研究并没有对薪酬建议权的确切效果达成一致意见,但是笔者认为有两点是可以肯定的:第一,对于公司业绩与高管薪酬关联性明显不够的公司而言(包括“奖励失败”现象),薪酬建议权有明显的抑制作用;第二,对于公司高管薪酬的绝对数量以及增长率等,薪酬建议权并没有明显的抑制作用,这与美国薪酬建议权经过两年实施之后的实际效果颇为一致。虽然薪酬建议权在监督高管薪酬方面会有一些的作用,但是其所产生的成本也不容忽视。尤其是当英、美两个国家在社会公众对收入差距的容忍度、上市公司董事的独立性、股东的权利、机构投资者的作用以及集团诉讼的普遍性等多方面存在着显著差别时,^[61]薪酬建议权在美国是否可行,学者们提出了诸多反对意见。

[55] Walid M. Alissa, *Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK* 36 (2009), 资料来源:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1412880,最后访问时间:2012年2月15日。

[56] Fabrizio Ferri and David A. Maber, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK* 1, p. 4.

[57] Fabrizio Ferri and David A. Maber, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK* 1, p. 26.

[58] Kym Sheehan, *Say on Pay and the Outrage Constraint* 29 (2010), 资料来源:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1679622,最后访问时间:2012年2月15日。

[59] Robert F. Gox (et al.), *Say on Pay Design and its Repercussion on CEO Investment Incentives, Compensation and Firm Profit* 22 (2010), 资料来源:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1588682,最后访问时间:2012年2月15日。

[60] Martin J. Conyon and Graham V. Sadler, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK* 28 - 29 (AAA 2010 Management Accounting Section Meeting Paper, 2010), 资料来源:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1457921,最后访问时间2012年2月15日。

[61] 有学者认为英国的薪酬建议权在功能上部分地替代了股东集团诉讼。John J. Castellani, *Hearing on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H. R. 1257, the "Shareholder Vote on Executive Compensation Act", Before the H. Comm. on Financial Service*, p. 94.

三 美国学者对于实施薪酬建议权的反对意见

美国学界对于薪酬建议权的主要反对意见可以归纳为以下五个方面:第一,薪酬建议权是联邦立法对州立法的的不当干涉,并无充分的理由;第二,薪酬建议权不适当地侵害了董事会的权力,会使董事会为自己的不尽职找到借口;第三,现有制度已为股东提供了足够多的权利让他们在高管薪酬方面表达自己的意见,如提出议案的权利、选举董事的权利以及信息披露规则等,实施薪酬建议权不仅多余,甚至会带来所谓的“绑定问题”;第四,薪酬建议权会成为某些股东谋取私人利益的工具;第五,薪酬建议权会给予投票顾问过大的影响力。

(一) 薪酬建议权是联邦立法对州立法的的不当干涉

在美国并没有统一的全国性公司法,公司法都是州法,其中影响力最大的是特拉华州公司法。^[62] 一般来说,涉及公司内部治理的事项,如股东会和董事会的权力划分等,主要由州法来规范,即所谓的“内部事项规则”;^[63] 有关上市公司信息披露等程序方面的事项,则由联邦法来规范。^[64] 根据宪法商业条款的规定,如果联邦法和州法对公司内部治理中的同一事项作了规定,则联邦法具有优先权。^[65] 美国这种独特的联邦体制具有了其他国家所不具备的优势:各州公司法之间的竞争,犹如商品在市场上竞争一样,遵循着优胜劣汰的竞争法则,能为投资者带来高回报的公司法胜出,其他公司法则归于失败。^[66] 相反,统一的联邦法排除了试验和竞争的可能。“联邦法的范围变得越大,则新颖的、更好的州法的空间就变小了。”^[67] 高管薪酬的制定与监督本为公司内部的治理事项,国会在《2010 年华尔街改革和消费者保护法》中规定薪酬建议权是对州法的不当干涉,本质上并无充分且正当的理由。即使国会立法者认为金融机构的高管薪酬问题是导致本次金融危机产生的原因之一,需要由联邦立法来规范,那么该法所要规范的对象也仅限于金融机构,将规范对象扩大到所有上市公司,显然已经超出了该法所要解决的问题本身。除该法中其他规范金融机构高管行为的规定不谈,仅就本身而言,其非但不能解决金融机构高管为了迎合股东意愿而追求短期、高风险投资的问题,甚至由于股东对高管薪酬的影响力增大,高管会追求更加短期和高风险的投资。主要原因是,金融机构尤其是吸收公众存款的金融机构,其负债与所有者权益之间的比例非常之高;同时,股东受到有限责任和组合投资的保护。那么,一旦投资获利,其收益归股东所有;如果投资失败,后果则多由债权人或者像本次金融危机所表现的那样,由政府(全体纳税人)承担。因为存在这样类似于保险的机制,金融机构的股东当然希望高管追求

[62] 在纽约证券交易所上市的公司中,超过 50% 的公司注册地是特拉华州。在财富 500 强中,超过 60% 的公司注册地是特拉华州。参见 Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press, 2002, p. 16.

[63] Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, p. 14.

[64] John J. Castellani, *Hearing on “Empowering Shareholders on Executive Compensation” and H. R. 1257, the “Shareholder Vote on Executive Compensation Act”*, Before the H. Comm. on Financial Service, p. 92. 虽然联邦法,包括证券法、威廉姆斯法等也对内幕交易、表决权代理以及要约收购等涉及公司内部治理的事项进行了规范,但大体上公司内部治理的事项由州法来规范。

[65] William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism*, 41 *WakeForest L. REV.* 619, 624 (2006).

[66] 此涉及是“逐底竞争”还是“朝顶竞争”的重大问题,美国学界的讨论也非常多,本文无法展开讨论。参见 Roberta Romano, *The States as a Laboratory: Legal Innovation and State Competition for Corporate Charters*, 23 *Yale J. on Reg.* 209 (2006).

[67] Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, p. 1795.

高风险、高回报的投资。^[68] 所以, Bainbridge 教授不客气地称《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》为“庸医的立法”。^[69] “庸医的立法”指那些仅仅是为了应对危机, 没有经过实践检验的立法, 它们通常是由某些利益集团和政策企业家在事先拟定好的。^[70] 总之, 在金融危机的背景下, 国会立法者所要解决的问题是金融机构所面临的道德风险问题,^[71] 而非在某些利益集团的影响下去侵害州在公司内部治理事项上的立法权。

(二) 薪酬建议权侵犯了董事会的权力

作为公司内部的治理事项, 高管薪酬通常由董事会决定, 除了业绩薪酬和股权性薪酬计划之外。^[72] Fama 教授和 Jensen 教授认为: “董事会有权聘用、解雇高管以及给予高管薪酬并对公司重要的决定进行批准和监督。由一个团体(董事会)来行使这样的决策监督权能够确保决策实行与控制的分离。”^[73] 由于每个公司的实际情况并不相同, 由熟悉公司具体情况的董事会来制定高管的薪酬安排, 无疑是最佳选择。“对于股权分散的公司而言, 由独立董事组成的薪酬委员会来负责(薪酬制定)的整个过程, 其结果将会是令人满意的”。^[74] 虽然, 《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》中的薪酬建议权仅仅是建议性的, 对董事会并没有拘束力, 而且该法也一再强调薪酬建议权并不课以董事新的受信义务; 但是, 正如 Bainbridge 教授所言: “决策权和监督权之间的区分, 仅仅是程度上的区分, 并不是一个质的区别。董事会的自由裁量权必须免受股东和司法的干预, 公司的决策效率才能得以提升。”^[75] 如果股东有权对高管薪酬进行投票, 不仅会降低董事会的决策效率, 而且也会减轻董事会在制定高管薪酬时的责任。如果将来公众有任何对公司高管薪酬不满或者出现“公愤”的情形, 董事们可以将此责任推给股东。这种责任的分散可以使得董事免除将来可能产生的名誉上的损失。^[76] 对于一些失败的商业决策, 如公司合并不成功、债券发行失败等, 不会给董事带来长期(负面)的声誉影响, 因为美国公众对商业上的失败一向是比较宽容的。但是, 对于薪酬制定的失败, 公众不仅会质疑董事的商业判断能力, 他们更会质疑董事的人品和道德。而人品和道德方面的怀疑, 对于董事的职业前景来说可能是毁灭性的。^[77] 被伯切克教授等称之为唯一能够约束高管薪酬的“公愤”,^[78] 因薪酬

[68] Lucian A. Bebchuk and Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 *Geo. L. J.* 247 (2010).

[69] Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, pp. 1795 - 1796.

[70] Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, p. 1786.

[71] Christopher M. Bruner, *Corporate Governance Reform in a Time of Crisis*, 36 *J. Corp. L.* 309, 133 - 316 (2011).

[72] 美国《国内税收法典》和 Release No. 34 - 48108; File Nos. SR-NYSE-2002 - 46 and SR-NASD-2002 - 140, 资料来源: <http://www.sec.gov/rules/sro/34-48108.htm>, 最后访问时间: 2012 年 2 月 15 日。

[73] Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 *J. L. & Econ.* 301, 311 (1983).

[74] Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis"*, 30 *J. Corp. L.* 103, 104 (2006).

[75] 当然, 在公司法中需要有责任机制来确保董事能够为了股东的最大利益行使权力。这样的责任机制包括了股东出售股份的权利、选举董事的权利以及在公司重大事项(如公司解散、合并以及修改公司章程等)上批准的权利。参见 Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance* (UCLA, School of Law Research Paper No. 02 - 06), 资料来源: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300860, 最后访问时间: 2012 年 2 月 15 日。

[76] Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, 36 *DJCL* 417, 433 (2011).

[77] Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, p. 434.

[78] [美] 卢西恩·伯切克、杰西·弗里德: 《无功受禄: 审视美国高管薪酬制度》, 第 73 页。因为公司董事是世界上对声誉最敏感的一个群体, 一个人能担任公司董事一职, 很大程度上是依靠其良好的声誉。David A. Skeel, Jr., *Shaming in Corporate Law*, 149 *U. PA. L. REV.* 1811, 1812 (2001).

建议权的实施,在效力上受到了极大的减损。^[79] 因此,董事会更有可能给高管更多、更与公司业绩无关的薪酬,^[80]而这恰恰是薪酬建议权所致力于解决的问题。

(三) 现有的制度已为股东提供了充分发表意见的途径

首先,股东可以通过股东提案权的相关规定向公司提议赋予股东薪酬建议权。早在 2006 年,美国州、县和市政公务员联合会^[81] (American Federation of State, County, and Municipal Employees, AFSCME) 就依据美国证券交易委员会制定的 Rule 14a-8 (股东提案权规则),向其投资的公司提出在股东大会上审议薪酬建议权的提案。^[82] 随后几年,薪酬建议权提案的数量不断增长,在金融危机的背景下,它们成了股东提案的主要内容。^[83] 通过股东提案权,股东能够针对公司薪酬安排中的具体问题,如养老金、控制权转移交易中的补偿以及服务合同等,提出议案并交付股东会表决。^[84] 对薪酬建议权而言,缺乏针对性恰恰是其致命伤。根据薪酬建议权的规定,面对高管薪酬安排,股东“要么全部支持,要么全部反对”,别无其他选择余地。由于薪酬安排是由各种不同的部分(如固定薪酬、期权、奖金以及退休金等)所组成的,这些部分之间往往是基于不同的考虑,不见得都为股东所满意。在“要么全部支持,要么全部反对”的投票规则下,股东难以真实地表达自己的意愿,“绑定问题”^[85]便随之产生。例如,股东由于对公司薪酬安排中的奖金部分感到不满意,准备投反对票,但是,当他考虑到他的投票结果对整个薪酬安排的影响时,他可能就不会这样做了。因为假设出现相当数量的反对票(例如超过 30% 的股东反对)时,董事会迫于压力,就可能会减少薪酬计划中期权数量,却不改变股东反对的奖金部分,因为董事并不知道股东真正反对什么。但是,股票期权恰恰却是该股东所支持的部分,因为股票期权最能激励公司高管为实现股东利益的最大化服务。^[86] 这样,为了避免董事会修改股东所支持的股票期权,其就不得不支持整个薪酬安排。另外,董事会对薪酬安排的修改以及曝光于媒体的反对票,有可能促使优秀的高管离开公司。^[87] 这样,如果股东对公司高管整体满意而仅仅是对薪酬计划中某个组成部分不满,为了避免激怒高管,也不得不支持整个薪酬安排。所以,尤其是对于那些表现优异的上市公司而言,即使当其薪酬安排存在令股东不满的地方,股东也不可能通过

[79] Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, p. 435.

[80] Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, p. 440.

[81] 该联合会代表着 160 万受雇于美国政府部门的公务员,资料来源: <http://www.afscme.org/union/about>, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[82] Risk Metrics Group, *Evaluating U. S. Company Management Say on Pay Proposals*, p. 4.

[83] The Conference Board, Conference Center Blog, *Say on Pay Takes Early Lead in Proxy Season Shareholder Proposal Race* (Mar. 12, 2010), 资料来源: <http://tcbblogs.org/governance/2010/03/12/say-on-pay-takes-early-lead-in-proxy-season-shareholder-proposal-race/>, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[84] Center On Executive Compensation, *Say On Pay Versus Mandatory Votes On Pay, Why Existing Shareholder Engagement Mechanisms Are More Effective Than A Mandatory Shareholder Vote On Executive Compensation 5* (2008), 资料来源: http://www.shareholderforum.com/op/Library/20080315_CenterExecComp.pdf, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[85] Andrew C. W. Lund, *Say on Pay's Bundling Problems*, p. 122.

[86] 参见 Richard A. Booth, *Why Stock Options are the Best Form of Executive Compensation (And How to Make Them Even? Better)*, 6 *N. Y. U. L. & Bus.* 281 (2010)。

[87] 对上市公司高管的批评和猎杀会带来巨大的成本。高管们可以撤离上市公司去干别的,并且越是优秀的高管越会这样做。这样只会使得更多的非上市公司(Private Companies)变得越来越不透明;而使上市公司只能聘用能力逊色的高管。Steven N. Kaplan, *Hearing on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H. R. 1257, the "Shareholder Vote on Executive Compensation Act"*, Before the H. Comm. on Financial Service, p. 16.

薪酬建议权对之进行约束。^[88] 其次,如果股东对薪酬委员会的独立董事感到不满,他可以在董事改选时,投出反对票,^[89] 考虑到现在美国大多数上市公司要求董事候选人必须得到多数股东的同意才能够当选,现任董事已经承受了巨大的压力去制定一个合理的薪酬安排以免在改选时落选。最后,美国证券委员会要求上市公司披露“薪酬的研究和分析”(Compensation Discussion and Analysis, CD&A)报告,该报告包括了公司的薪酬政策、对于激励计划效果的简要描述以及薪酬与公司商业战略之间的关系等。另外,薪酬的研究和分析必须由首席执行官(CEO)和首席财务官(CFO)签字认可,并视为是向美国证券交易委员会提交的文件。这样,一旦在披露时有重大遗漏、欺诈等情事出现,公司和有关负责人可能会受到美国证券委员会的处罚,或者承担民事责任。^[90] 通过及时、全面以及透明的信息披露已足够增强股东对于公司薪酬政策的理解并帮助他们更好地利用现存的机制,^[91] 进一步减少不明智的薪酬实践。^[92] 既然现行制度已经赋予了股东这么多的权利,费时、费力地让股东对薪酬安排进行无拘束力的投票,不知道会带来什么好处。^[93]

(四) 薪酬建议权可能成为某些股东谋取私利的工具

典型的美国上市公司股权结构比较分散,占有绝对控制权的大股东并不存在。中小股东由于“理性的冷漠”,不会积极地参与公司治理,^[94] 积极参与公司治理的大多数为机构投资者。它们持股数量巨大,有足够的专业知识以及经济上的动力去监督公司的管理层,^[95] 其中尤其以对冲基金、私人部门雇员养老基金以及公共部门雇员养老基金这三种机构投资者为典型。^[96] 这些机构投资者之所以积极地参与公司治理,有时并非是为了全体股东的利益,而可能是为了自己的私人利益。例如,对冲基金为了追求短期回报,可能会损害公司的长远利益。因为对冲基金通常不会关心它们所投资公司的长远利益,它们只关注公司股票

[88] Andrew C. W. Lund, *Say on Pay's Bundling Problems*, p. 134.

[89] Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis"*, p. 104.

[90] Center On Executive Compensation, *Say On Pay Versus Mandatory Votes On Pay, Why Existing Shareholder Engagement Mechanisms Are More Effective Than A Mandatory Shareholder Vote On Executive Compensation*, p. 6.

[91] Center On Executive Compensation, *Say On Pay Versus Mandatory Votes On Pay, Why Existing Shareholder Engagement Mechanisms Are More Effective Than A Mandatory Shareholder Vote On Executive Compensation*, p. 6.

[92] Steven N. Kaplan, *Hearing on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H. R. 1257, the "Shareholder Vote on Executive Compensation Act"*, *Before the H. Comm. on Financial Service*, p. 5.

[93] "So, it is not clear to me that the new bill would create any benefits." Steven N. Kaplan, *Hearing on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H. R. 1257, the "Shareholder Vote on Executive Compensation Act"*, *Before the H. Comm. on Financial Service*, p. 5.

[94] 由于中小股东持股数量有限,对他们来说,投入宝贵的时间和精力去研究、分析其所投资的公司,对公司的发展提出建议以及参加公司的投票等,花费巨大而收益却为其他股东共同享有,在经济上是不划算的。

[95] 参见 Stephen M. Bainbridge, *Shareholder Activism and Institutional Investors* (UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20, 2005), 资料来源: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796227, 最后访问日期: 2012年2月15日。

[96] 对于机构投资参与公司治理的相关问题,美国学界讨论非常多,研究成果比较丰富。参见 Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 *Stan. L. Rev.* 863 (1991); Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 *UCLA L. Rev.* 811 (1992); Bernard S. Black, *The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence*, 39 *UCLA L. Rev.* 895 (1992); Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 *COLUM. L. REV.* 795 (1993); Roberta Romano, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, 18 *Yale J. on Reg.* 174 (2001); Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance And Corporate Control*, 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021 (2007)。

现在的市价。^[97] 这一点在公司并购中体现得最为明显。例如,在 MCI 公司收购案中,公司的对冲基金股东强烈要求董事会接受出价较高 QWEST 公司的收购要约;而公司的董事会却更愿意接受符合公司长远利益的 VERIZON 公司的低价要约。显然,如果董事会接受 QWEST 公司报价的话,公司的长远利益和长期持有公司股票的股东将遭受损失。私人部门雇员养老基金为了员工的福利,可能会损害公司和其他股东的利益。他们谋取员工福利的主要方法有:提出增进员工福利的股东提案以及支持倾向于员工福利的董事(或者反对对员工福利不感兴趣的董事)。^[98] 公共部门雇员养老基金有时会成为其经理人谋求个人政治前途的工具。为了提高自己的知名度,这些基金的经理人会提出一些带有政治性的股东提案;或者基于政治目的进行投票,以迎合选民和媒体的好恶。Kaplan 教授说道:“可以想象,有政治性目标的股东会在其投票中参杂政治性的考虑。”^[99] 而一旦当公司的管理层更偏向于这些机构投资者的时候,对于其他小股东则会淡漠很多。^[100] 薪酬建议权的实施,增加了这些机构投资者向公司索取私人利益的筹码。他们可以利用手中的投票权,以支持或者反对公司的薪酬安排为手段,来实现各自的私人利益,例如迫使公司接受不符合其长远利益的收购要约、提高员工福利以及要求公司提供政治献金等。

(五) 薪酬建议权使投票顾问获得过大的影响力

最后一个主要的反对理由是,薪酬建议权会给予投票顾问^[101] 在薪酬建议权上过大的影响力,甚至可能会将董事会在薪酬方面的权力转移给投票顾问,^[102] 因此增加了其在担任“看门人”角色时利益冲突的可能性。对于多数机构投资者而言,由于其所投资的公司数量庞大,它们不可能逐一地检验公司的薪酬安排。所以,它们要么制定“最佳薪酬安排”之类适合于所有上市公司的行为准则;要么就将投票权委托给投票顾问来行使。因此,投票顾问将会在高管薪酬安排方面享有巨大的影响力。仅以 2011 年的薪酬建议权统计数据为例:所有未能获得大多数股东支持的薪酬安排,都是那些投票顾问建议投反对票的;投票顾问建议投反对票或者弃权,但是仍获得大多数股东通过的薪酬安排,其支持率一般仅为 70% 左右;相比之下,投票顾问建议股东支持的薪酬安排,其通过率高达 90% 以上。^[103] 投票顾问的不同建议可以使得至少 20% 的股东改变投票决定,这一数字无疑是巨大的。^[104] 并且,即使获得 70% 左右的支持率,董事仍不能高枕无忧。因为一旦股东支持率低于 70% 就意味着股东对

[97] Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 *UCLA L. Rev.* 561, 579 (2006).

[98] 例如:Safeway 公司的雇员养老基金就试图罢免在公司劳资谈判中不向工会妥协的董事。参见 Stephen M. Bainbridge, *Remarks on Say On Pay: An Unjustified Incurion On Director Authority*, p. 10.

[99] Steven N. Kaplan, *Hearing on “Empowering Shareholders on Executive Compensation” and H. R. 1257, the “Shareholder Vote on Executive Compensation Act”*, Before the H. Comm. on Financial Service, p. 8.

[100] Stephen M. Bainbridge, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, p. 5.

[101] 其中最为著名的是机构投资者股东服务公司 (ISS, Institutional shareholder Services), 它主要的功能是指导机构投资者如何投票,许多机构投资者都会听从该机构的建议。

[102] Stephen M. Bainbridge, *Will the Unaccountable Power of RiskMetrics Put Teeth in the Dodd Bill’s Say on Pay Provision?* (2010), 资料来源: <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2010/04/will-the-unaccountable-power-of-risk-metrics-put-teeth-in-the-dodd-bills-say-on-pay-provision.html>, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[103] Charles M. Nathan (et al.), *Say on Pay 2011: Proxy Advisors on Course for Hegemony* (2011), 资料来源: http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub4467_1.pdf, 最后访问时间:2012 年 2 月 15 日。

[104] 2012 年的统计结果显示,投票顾问的影响力进一步增强,投票顾问的不同建议,可以使得将近 30% 的股东改变投票决定,参见:Semler Brossy, *2012 Say on Pay Results*.

公司的薪酬安排不满,公司需要对其进行调整。^[105] 为了获得高支持率,公司薪酬委员会的独立董事们就不得不服从于投票顾问制定或认可的薪酬政策,^[106] 而不论这些投票顾问在高管薪酬方面是否有足够的经验和专业技能,薪酬标准制定得是否公正和可行以及这些标准是否适合于具有自身特殊情况的个别公司。^[107] 除了提供投票建议之外,投票顾问也会对上市公司的公司治理进行评级或者向上市公司提供咨询业务,^[108] 指导公司制定内部治理准则以及在公司的薪酬安排在遭受多数股东反对时,帮助其重新制定薪酬安排。这样,利益冲突的情况就出现了:一方面,作为股东的投票顾问应该站在股东的立场,以股东利益最大化为目标来建议股东行使投票权;另一方面,它又是公司薪酬政策、薪酬安排以及薪酬改进的顾问,负责向公司董事会提供专业建议。那么,当某家上市公司的薪酬安排是在该投票顾问的建议下制定的,当其交由股东表决时,投票顾问如何来对之进行评价? 是否能做到客观、公正并实现股东利益的最大化? 虽然投票顾问声称其投票建议的业务与提供咨询的业务是相隔离的,但是“安然事件”中会计师事务所的利益冲突以及本次金融危机中评级机构的利益冲突的相继曝光及其灾难性后果,充分证明了这种隔离的脆弱性。^[109] 而且,由于投票顾问对公司的股东并不负有受信义务,即使出现利益冲突的情况,股东也很难追究其责任。

美国学界对薪酬建议权在多方面的批评,无疑是非常具有说服力的。从宏观方面来看,美国上市公司的高管薪酬改革议题,是否真的已经到了刻不容缓的地步,需要通过联邦立法和限制董事会权力这样不具充分理由的方式来实现? 从微观方面来讲,即使强制规定所有上市公司实行薪酬建议权,对其负面效果,例如:“绑定问题”、投票顾问“过大影响力”等问题,立法者是否应当在立法时有所规范?“以应对危机为己任,为利益团体所俘获”的“庸医的立法”对上述几个非常重要的问题,都无暇考虑。因此,美国不少学者对薪酬建议权提出了具有实践性的改进建议。

四 美国学者的改进建议

本部分仅简要地介绍美国学者所提出的改进建议。因为薪酬建议权已经成为法律并付诸实施,其是否会出现笔者在第三部分所归纳的问题,还需要时间来验证。所以,这些改革建议至少在短时间内,并没有成为现实的可能。但是,一旦问题出现,那么以下三个改进建议就非常值得立法者所借鉴。

(一) 改变薪酬建议权的事后性

由于薪酬建议权是在薪酬安排制定之后并且部分实施的情况下才让股东投票,具有事后性。这种事后性仅对公司治理水平较低、高管薪酬明显过多的公司才有明显的效果,对于

[105] Charles M. Nathan (et al.), *Say on Pay 2011: Proxy Advisors on Course for Hegemony*.

[106] 例如 ISS 就制定了自己的薪酬政策和标准。参见:ISS, *U. S. Corporate Governance Policy 15 - 20 (2011 Updates)*, 资料来源:<http://www.issgovernance.com/files/ISS2011USPolicyUpdates20101119.pdf>, 最后访问时间:2012年2月15日。

[107] Charles M. Nathan (et al.), *Say on Pay 2011: Proxy Advisors on Course for Hegemony*.

[108] Jeffrey N. Gordon, “Say on Pay”: Cautionary Notes on the U. K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, pp. 352 - 353.

[109] 参见 John C. Coffey JR., *Gatekeeper: The Professions and Corporate Governance*, New York: Oxford University Press Inc., 2006. 中文译本参见[美]约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版;Claire A. Hill, *Why Did Rating Agencies Do Such A Bad Job Rating Subprime Securities?* 71 *U. Pitt. L. Rev.* 585 (2010).

表现良好的公司反而有所谓的“绑定问题”。所以,有学者建议应改变这样的事后性,允许股东对公司薪酬政策进行事前的投票。具体来说,在公司聘用高管时,应当让股东对公司的薪酬政策进行投票,该薪酬政策对以后的公司高管都有效。因为公司的薪酬政策已经为潜在的高管所获悉,不会导致因为负面票数过多而致使公司高管离开公司的风险,所以能够减少“绑定问题”。^[110]

(二) 给予股东选择适用(或者不适用)薪酬建议权的权利

《2010 年华尔街改革和消费者保护法案》规定的薪酬建议权适用于所有上市公司,而每个公司面临着各自特殊的高管薪酬制定问题。尤其是对于公司治理水平较高、业绩良好的公司来说,薪酬建议权的效果并不明显。全部上市公司都适用薪酬建议权显然给那些公司治理水平较高、业绩良好的公司带来了高额成本,但收效却甚微,即出现所谓“一刀切问题”。所以,有学者建议法律应当给予股东选择权。具体说来,股东要么可以选择适用薪酬建议权,即当股东对公司的薪酬计划不满时,他们可以要求公司行使自己的薪酬建议权;^[111]或者法律可以要求公司实施薪酬建议权,但是如果股东对公司的薪酬计划比较满意,对薪酬委员会比较信任的话,可以选择不适用薪酬建议权。^[112]

(三) 将薪酬建议权仅适用于大公司

为了得到股东的支持,公司要么修改已经制定好的薪酬安排(有时甚至全面地重新修订薪酬安排),要么与投票顾问或者机构投资者进行交流,花费无疑是巨大的。^[113] 所以有学者建议:如果一定要强制实施薪酬建议权,则最好仅适用于资产规模较大的上市公司,不论是以市场规模还是以股东人数作为标准。在高管薪酬的水平和结构、董事会的组成和作用、创建人的角色以及(股东)持有股份的特点等方面,大公司和小公司有着非常明显的区别。一般而言,强制性规范只有适用于大型公司时,才会在成本/收益上具有显著的收益。^[114]

事实上,让股东可以“选择不适用”薪酬建议权,也许是一个最佳建议。因为公司的高管薪酬安排是非常具体化的事项,每个公司所面临的情况都不相同,强制规定所有上市公司都适用薪酬建议权,显然给那些薪酬安排制定合理、公司业绩优良的公司增加了守法的成本,但是在收益上却无相应的回报。所以让股东针对具体情况,选择不适用薪酬建议权无疑是最佳的改进建议。相比于让股东选择适用,“选择不适用”的最大优势在于,只有当董事会提供全面和充分的证据证明其能够制定符合公司长远利益的薪酬安排,并且薪酬建议权只会给公司带来不必要的成本时,公司的股东才会选择不适用薪酬建议权,而“选择适用”却没有这样“要么遵守,要么解释”的效果。此外,现有的股东提案权制度已经能够为股东提供类似于“选择适用”的选择。为了确保薪酬委员会的独立董事始终在薪酬制定上保持高度负责的态度,即使股东选择不适用薪酬建议权,公司仍必须至少每六年给股东一次选择,岂不还是“选择不适用”薪酬建议权。^[115]

[110] Andrew C. W. Lund, Say on Pay's Bundling Problems, pp. 150 - 161.

[111] Jeffrey N. Gordon, "Say on Pay": Cautionary Notes on the U. K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, p. 356.

[112] Minor Myers, The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation, pp. 456 - 460.

[113] Charles M. Nathan (et al.), Say on Pay 2011: Proxy Advisors on Course for Hegemony.

[114] Jeffrey N. Gordon, "Say on Pay": Cautionary Notes on the U. K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, pp. 361 - 363.

[115] Minor Myers, The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation, p. 460.

五 结 论

上市公司股东薪酬建议权已在美国实施了两年,股东总体支持率是相当高的。对于在2011年未能获得多数股东支持的薪酬安排,因为公司对此做了积极的改进,因而在2012获得了绝大多数股东的支持,可见薪酬建议权具有一定的正面功能。但是,其能否真正实现立法者的目标,即减少高管薪酬的绝对数量以及增加高管薪酬与公司业绩之间的关联性,还需更长的时间方能给出确切的回答。英国的上市公司股东薪酬建议权制度虽已实施多年,但是对于其整体性的实际效果,学者们仍没达成一致意见,从而也不能为支持薪酬建议权的美国学者提供坚实的依据。与此同时,薪酬建议权产生的诸多问题,例如:侵害了州的立法权、侵害了董事会的权力、“绑定问题”、以及投票顾问“过大影响力”等,使得不少美国学者对薪酬建议权的实际作用颇为怀疑。为了能够更好地实现薪酬建议权的立法目标,有的学者建议改变薪酬建议权的事后性,让股东在薪酬安排实施之前进行投票;有的学者建议法律可以让股东自己选择是否适用薪酬建议权;还有的学者则建议薪酬建议权应仅适用于大型上市公司。学者们提出的批评意见以及相应的改进建议,无疑是非常中肯和切中要害的。薪酬建议权成败与否,并未可知,本文仅仅是一个初步的研究。

[**Abstract**] The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 gives shareholders an advisory vote on a corporation's pay practices for its top executives (Say-On-Pay, SOP). It aims at controlling the absolute number of executives' pay and making the pay more sensitive to performance, which bases on the experiences of U. K. . Those who are against SOP advocate that it erodes the power of the states and directors; meanwhile, the problems of 'bundling' and 'inappropriate influence of proxy advisors' come out. They suggest that SOP should be made ex-ante, and it should be opted in or out by shareholders and it should be only applied to large corporations. Since the real effect and problems of SOP have been unknown, this paper is just a preliminary study.

(责任编辑:姚 佳)