

欧美主要国家上市公司董事薪酬制度之变迁^{*}

郑 观

内容提要:2008年金融危机对欧美主要国家上市公司董事薪酬制度的立法理念产生了较大影响,从此前仅强调董事薪酬应符合公平正义理念,转为兼重公司经营的风险调控和可持续发展。一直以来,基于对社会公正价值的追求,薪酬制度主要关注薪酬制定主体的独立性以及立法和司法的有限干预。但在金融危机爆发后,立法者意识到除薪酬制定机关的独立性无法得以有效保障外,董事和股东基于公司运营而产生的时间及风险偏好差异,更是危机的重要成因之一。因此,欧美主要国家通过立法,在强化薪酬制定机关的独立性,赋予股东相关表决权的同时,将风险调控作为薪酬制度的核心,以确保公司的可持续发展。考虑到我国上市公司的股权结构较为集中,现行制度应在保障中小股东和机构股东的投票权、强化董事业绩和薪酬之间的关联性、明确界定司法审查标准以及确保薪酬方案应有利于公司的可持续发展等几方面加强完善。

关键词:董事薪酬 管理权力理论 股东咨询性投票 限薪令

郑观,浙江大学光华法学院讲师。

上市公司董事薪酬制度是公司法中的重要问题,如何能够既有效地实现薪酬的激励作用,同时又不失公允,让董事与其他高管以及其他人员的薪酬之间形成较为良好的平衡关系,这一系列问题一直被立法与实践所关注。所谓“民不患寡而患不均。”^{〔1〕}古今中外莫不如此。在金融危机中,美国国际集团在总计亏损1700亿美元的情况下,仍然支付了高达1.65亿美元的奖金给公司董事,此事在美国引起轩然大波;2007年,我国平安集团董事长马明哲在集团因投资失利而面临巨额亏损的情况下,仍获得超过6000万元的年薪,亦遭到大众的强烈质疑。当前国企高管薪酬与金融行业的“限薪令”均被热议。董事薪酬是公司治理中最为敏感的话题之一,其设计的基本理念在于通过合理的薪酬方案,减少公司股东和管理层之间的利益冲突,从而有效解决基于股东财产所有权和控制权相分

^{*} 本文系浙江省教育厅高校科研项目“欧美上市公司高管薪酬制度最新发展”(Y201225913)研究成果。

〔1〕 《论语·季氏》第十六章。

离而产生的代理问题。^[2] 由于上市公司在国民经济中的重要地位,除公司员工和股东将董事薪酬同其自身收入进行比较外,社会公众对此亦十分关注,尤其是当公司业绩下滑,甚至出现亏损,而董事却仍可获得巨额薪酬时,这种被称为“无功受禄”^[3]的现象若屡屡发生,不仅会严重损害广大投资者对资本市场的信赖,更会引起公众对于社会公平正义的质疑。可见,董事薪酬已经不再是一个单纯的公司内部治理问题,而是具有更为宏观的社会意义。^[4]

本文将以前美国、英国和德国等国家相关制度作为主要研究对象,探讨金融危机后这些国家的上市公司董事薪酬制度之变化。作为金融危机爆发的源头,美国于 2010 年颁布了《多德-弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》,其中针对上市公司高管薪酬进行了专门规定。在欧洲,英国和德国在有关董事薪酬等方面的法律制度制定走在前列。英国在 2002 年创设了股东咨询性投票制度(Say on Pay),并为欧美等主要国家所借鉴,而德国则是采用双层公司治理结构的典型国家,相关制度的建构同英美国家相比具有独特之处。另外,在欧盟层面上,立法者多以立法建议的形式,为各成员国的相关制度设计提供了重要的参考依据。

一 金融危机前董事薪酬制度的建构理念及其经济分析

(一) 金融危机前董事薪酬制度的建构理念

公司作为商业主体,其自身的决策应得到充分的尊重和保护。但若经营问题无法通过公司自治程序加以有效解决,或是其自治结果有可能对公司外部第三人的利益造成侵害,则有必要通过合理的法律制度来弥补市场机制的自身缺陷。公司自决和法律之间的这种关系在董事薪酬问题上体现的较为明显。相比较而言,在闭锁型的有限责任公司中,由于股东通常担任公司的经营者,其可以通过向自己支付高额薪酬的方式来实现公司资产的转移,并有可能导致公司债权人的利益受损。因此,相关法律条文的设计并不直接针对薪酬制度或管理制度,而主要着眼于规制公司的资产转移等行为。而在以上市公司为代表的公众公司中,由于股东难以对包括董事薪酬在内的相关事务进行有效管理,因此法律规制的重点则在于弥补公司自治的不足。

金融危机爆发前,欧美各国的相关法律规范以薪酬的公正性作为其立法宗旨,强调薪酬的具体数额应当同公司业绩、员工收入和股东收益等指标之间形成合理关系,以免出现“无功受禄”的情况。当然,法律的介入是有限度的,一方面为了避免外部的法律规制对公司自治所蕴含的市场调节机制造成过度损害,另一方面则由于董事薪酬本身具有复杂性和专业性,需要掌握上市公司的经营状况和行业发展现状等相关信息才能作出判断,而

[2] 有关二者之间代理问题,参见 Michael Jensen & William Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 308-310 (1976)。

[3] Lucian Bebchuk & Jesse Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, (Harvard University Press, 2004), p. 6.

[4] 有些学者则认为公平性不应该作为上市公司董事及高管薪酬的评判标准,参见 Richard Posner, Are American CEOs Overpaid, and, if so, What if Anything Should be Done About It?, 58 *Duke L. J.* 1013, 1015 (2009)。

立法者和法官一般而言没有能力作出具体决定。因此,立法应采取较为谦抑的态度,尊重公司依合法程序制定出的相关商业决策。从比较法的角度来看,欧美各国原有的相关法律规范主要涉及薪酬制定主体和制定标准两方面,其核心理念是确保董事薪酬的制定程序不存在利益冲突,具体内容不违反法定标准,若满足以上程序性和实体性条件,原则上法律对薪酬方案并不加以干涉。

1. 薪酬制定机关的独立性

上市公司作为典型的公众公司,以股东财产权和对该财产的控制权相分离为特征,即股东虽享有获得收益之权利,但公司具体运营则由管理层负责。由于董事薪酬的制定亦属公司事务,且所需的专业知识和相关信息非广大股东所具备,这就导致管理层通常是自行决定薪酬合同的内容,并有可能侵犯公司及股东利益。为避免该利益冲突,欧美等国通常将董事薪酬的制定权赋予公司内部的独立机关。

例如英国普通法规定,董事在公司章程没有规定或是未经股东大会同意的情况下,是无权从公司获得报酬的。^[5]这一源自英国信托法的理念,是基于董事对公司的信义义务,作为受信人的公司董事,在为作为委托人或者受益人的公司执行事务时,应避免利益冲突和从中获利。^[6]作为公司管理者的董事,其薪酬结构通常包括两部分,一是基于其董事身份,按公司章程或是经股东大会同意而获得的劳务费。而另一部分则是该名董事作为公司的管理者,其依薪酬合同而获得相应报酬。相较于董事须经公司章程规定或股东大会同意方可获得劳务费,公司管理者虽同时身兼董事,但仍可按照合同约定而直接获得薪酬。即使缺乏相关合同,公司管理者仍有权基于其为公司提供的服务,获得相应合理的报酬。^[7]

但无论是作为董事或是管理者,在同公司商议自身薪酬时,他们与公司之间均存在利益冲突,因此,按照普通法的规定,董事与公司签订的薪酬协议应经股东批准。^[8]但此种规定在操作起来较为繁琐,因此近一个世纪以来,在现实的商业活动中,公司章程通常会规定,董事会有权制定公司管理者个人的薪酬,而立法对此亦作出同样的规定。英国2008年的《公司(模范章程)规则》中即规定,经董事会决定后,相关董事有权基于以下原因主张薪酬:(a)作为公司董事为公司服务,以及(b)其为公司从事的其他服务。^[9]又如现行美国2002年的《标准商业公司法》中规定了公司享有董事以及高级管理人员薪酬的制定权,^[10]而包括董事薪酬制定权在内的公司权利则由董事会行使,此为法定权限。^[11]

[5] 英国相关判决参见 *Dunston v. Imperial Gas Light and Coke Co.* (1832) 3 B & Ad 125, *Hutton v. West Cork Railway Co* (1883) 23 ChD 654, *Guinness plc v. Saunders* [1990] 2 AC 663; 美国相关判决参见 *Corinne Mill, Canal & Stock Co. v. Toponce*, 152 U. S. 405 (1984), *Vernars v. Young*, 539 F. 2d 966 (3d Cir. 1976), *Savage v. Lorraine Corp.*, 217 F. 2d 378 (9th Cir. 1954)。

[6] Derek French, Stephen Mayson, and Christopher Ryan, *Mayson, French & Ryan on Company Law*, (Oxford University Press, 2013), p. 441.

[7] Paul Davies & Sarah Worthington, *Principles of Modern Company Law*, 9th Revised edition, (Sweet & Maxwell, 2012), p. 400.

[8] *Re George Newman and Co* [1985] 1 Ch 674.

[9] The Companies (Model Articles) Regulations 2008 (SI 2008/3229), Schedule 3, Art 23 (2).

[10] § 3.02, Model Business Corporation Act.

[11] § 8.01 (b), Model Business Corporation Act.

将董事薪酬的制定权交由公司董事会,即使该名董事本人不参与制定,由于管理层成员之间彼此熟识,互相偏袒,也极易导致薪酬水平的整体提高。英国保罗·戴维斯(Paul Davies)教授曾形象地将董事之间的这种暗渡陈仓的做法比喻为“互相挠背”。若公司董事会直接或间接地参与到薪酬制定中,则很难期待相关薪酬方案是公平合理的。^[12] 为了防止这种情况的发生,英美相关法律将薪酬制定权授予董事会中的一个专门的独立委员会——薪酬委员会,同时要求该委员会由独立董事组成。

英国早在 1995 年颁布的《格林伯瑞准则》(Greenbury Code)中,便明确规定上市公司需设立专门的薪酬委员会负责董事薪酬的制定。^[13] 而伦敦证券交易所随后在《联合准则》中,按照“遵守或解释”的原则,规定了相同的内容。同英国相比,美国则较为宽松,对于是否设立薪酬委员会主要交由各州的公司法自行确定。如《特拉华州统一公司法》第 141 条 c 款中规定,公司的董事会可以任命一个或数个专门委员会,而每个委员会由一名或数名董事组成。委员会在不违反公司章程、内部规章以及董事会决议的情况下,可以创设一个或多个子委员会,将其全部或部分权限授权给子委员会。按此规定,薪酬委员会可以由董事会自行决定是否建立。

相较于英美等国通过在董事会内部设立薪酬委员会解决董事薪酬的制定问题而言,在以德国为代表的公司双层治理结构的国家中,董事会人员的任免及薪酬方案的确定,属于公司监事会的法定职权,公司章程亦不可自行更改,从而形成了股东大会选举监事会、监事会选举董事会的权限划分框架,从而有效地避免了公司单层治理结构下的利益冲突。^[14] 此外,在欧盟层面上,欧盟委员会于 2005 年公布了第 2005/162/EC 号文件即《关于上市公司非执行董事(或监事)以及董事会(或监事会)专门委员会作用之提议》,^[15] 该提议的附件 1 中的第 3 点明确指出,上市公司的薪酬委员会应完全由独立董事或者监事会成员组成,其职责包括对公司管理层的整体薪酬政策以及董事会成员个人的薪酬合同提出有关制定方案。

2. 法定审查标准

董事薪酬本属于公司自决事项,除在制定程序中避免利益冲突外,对公司所制定的具体薪酬方案,法律原则上不应干预。立法者这种谨慎的态度,正体现了商事法律规范的自治性特征。但亦有学者将法院在董事薪酬裁判问题上的限缩倾向归结为法律技术层面上的欠缺,是法律规范局限性的体现。^[16] 但若薪酬的具体数额远超过合理范围,基于公平正义的基本价值判断,仍有必要对薪酬合同的内容加以审查。有关董事薪酬数额的限制,欧美各国分为肯定性规范和否定性禁止两种模式,前者以德国立法者所规定的适当性原

[12] Paul Davies & Sarah Worthington, *Principles of Modern Company Law*, 9th Revised edition, (Sweet & Maxwell, 2012), p. 401.

[13] Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury, (1995), <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>, 访问时间:2015 年 1 月 15 日。

[14] § 87 AktG.

[15] Commission Recommendation of 15 Feb. 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, (2005/162/EC).

[16] 罗培新:《公司高管薪酬:制度积弊及法律应对之限度——以美国经验为分析视角》,《法学》2012 年第 12 期,第 69 页。

则为代表,后者则主要为美国联邦最高法院所确立的“浪费公司财产”标准。

根据德国《股份公司法》第 87 条的规定,监事会在制定董事会成员的薪酬时,应当注意确保其薪酬同该名董事所担任的职务以及公司的经营状况相适应,该适当性标准同样适用于董事的养老金等其他收入。此外,若在薪酬合同签订后,公司的经营状况发生了不可预见的严重恶化,而继续按原有约定支付薪酬将造成不公,则监事会会有权适当减少董事薪酬。相较于德国的肯定性规范,美国最高法院在 *Rogers v. Hills* 一案中所确立的“浪费公司财产”标准,则是以否定的方式对董事薪酬数额加以限制。按照该标准,若董事会制定的薪酬,在数额上可以被视为对公司财产的浪费,则应认为董事会超过了法律赋予的裁量空间。正如法院在判决中所强调的,公司章程中的相关规定,并不足以合理化本案中如此巨额的薪酬,该薪酬本质上和效果上已经达到了掠夺或浪费公司财产的程度。如果薪酬中的年终奖金部分同管理层的工作没有关系,那么该部分奖金实际上就相当于给管理层的礼物。^[17]

但需指出的是,尽管德国和美国的立法者从正反两个方面对董事薪酬进行了限制,且从具体条文来看,适当性原则的衡量标准更为严格,但从实际效果来看,因违反以上法定标准而导致薪酬约定无效并追究相关责任人的情况甚为罕见。德国学界甚至称相关条文已经沦为“书面上的法律”。究其原因,主要在于董事薪酬的制定本属于公司内部自决事项,且面对董事薪酬这一复杂的商业问题,需要考虑到董事、公司乃至整个经济环境等因素,而法官仅依靠抽象的原则性规定,实难作出合理的判断。^[18] 因此,法官在司法实践中更多的是侧重审查薪酬方案的制定程序,若程序上没有违反法律规定,法院则倾向适用“经营判断规则”而尊重公司的决定。如美国特拉华州法院在迪斯尼总裁迈克尔·奥维茨 (*Michael Ovitz*) 离职补偿金的一系列诉讼中,^[19] 审查的重点始终是薪酬委员会的成员是否秉持善意履行其勤勉义务和忠实义务,若董事在充分知情的基础上,善意履行义务,且确信所制定的薪酬方案符合公司最大利益,则法院不应对方案的具体内容进行实质性审查。^[20]

(二) 金融危机前董事薪酬制度的法经济分析

从经济学的角度来看,董事作为股东的代理人,在经营活动中存在着“道德风险”的问题,而最为有效的解决方式莫过于向其支付合理薪酬,以协调董事和股东之间的利益冲突。相较于固定薪酬,股票期权等可变薪酬形式被视为更能实现这一目的,故而在经济活动中被大量采用。但在金融危机爆发后,欧美立法者在分析危机产生的原因时提出,正是金融领域内普遍适用的董事薪酬结构过于注重公司短期利益以及由此带来的股价暂时性上扬,导致董事在作出经营决策时忽视了相关投资背后隐藏的风险。^[21] 董事薪酬制度基

[17] *Rogers v. Hill*, 289 U. S. 582, 591 - 592 (1933).

[18] 李建伟:《高管薪酬规范与法律的有限干预》,《政法论坛》2008 年第 3 期,第 107 页。

[19] *In re Walt Disney Company Derivative Litigation*, 731 A. 2d 342 (Del. Ch. 1998) (“Disney I”), 825 A. 2d 275 (Del. Ch. 2003) (“Disney II”), 907 A. 2d 693 (Del. Ch. 2005) (“Disney III”), 906 A. 2d 27 (Del. 2006) (“Disney IV”).

[20] *In re Walt Disney Company Derivative Litigation*, 906 A. 2d 27 (Del. 2006).

[21] Report of the de Larosière, High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009, p. 10.

于协调公司管理者与股东之间利益冲突的功能,一度被视为是降低道德风险的有效工具,但在金融危机爆发后,这一观点受到了强烈质疑。经济学界对此问题的讨论主要涉及最优缔约理论和管理权力理论。

1. 最优缔约理论

在众多解决道德风险的措施中,向董事提供具有激励机制的薪酬是最为普遍适用的方式。其基本理念在于通过有效的薪酬设计,将管理层和股东的利益协调一致,从而在根本上防止侵害股东利益行为的发生。经济学界将这一方法称为“最优缔约理论”(Optimal Contracting Approach)。^[22] 在实践中,通常采取的方法是规定可变薪酬作为董事薪酬的组成部分,将董事个人收益和股票价格等公司业绩相挂钩,促使董事为股东利益最大化而管理公司。由于最优缔约理论涉及公司董事和股东两个主体,故而应以二者订立合同时地位平等、力量相当作为前提。然而在现实中,董事可凭借其对公司运营的实际管理和控制,在缔约过程中获得优势地位,从而对薪酬方案的具体内容施加影响,更有利于其自身利益最大化的实现,最终导致激励机制扭曲,给公司和股东造成损害。因此,在实际操作中,最优缔约理论下的薪酬合同难以实现其调整利益冲突的效果。

2. 管理权力理论

鉴于“最优缔约理论”在现实中的缺陷,经济学界提出了“管理权力理论”(Managerial Power Approach),即薪酬本身不再是有效的激励机制,而是董事的一种寻租行为。^[23] 由于董事在薪酬制定中的强势地位以及其与股东在公司经营上的偏好差异,导致薪酬合同本身反而成为亟待解决的问题。^[24]

(1) 薪酬制定主体的独立性瑕疵

首先,在薪酬方案制定主体的层面上,欧美各国立法者为保证薪酬制度机构的独立性,通常做法是将董事薪酬的制定权交由薪酬委员会或监事会完成,并且对其组成人员的独立性进行了规定。然而,无论是薪酬委员会成员还是监事会成员,就某一上市公司而言,虽可以保证其独立于公司的董事会及管理层,但在整个经理人市场上,这些成员往往同时兼任其他上市公司的董事。出于自身利益的考量,这些成员倾向于提高整个经理人市场上的薪酬总体水平,以便间接获利。

在薪酬合同的制定过程中,公司常常会聘请专业的薪酬顾问提出相关意见,并予以采纳。由于法院和大众通常认为薪酬顾问的意见具有独立性、专业性等特点,因此,其所提出的薪酬方案通常不会受到质疑,而薪酬委员会或监事会亦可借此免于承担错误方案带来的风险。但有数据显示,本应将薪酬合理化的专家意见在实践中已经异化为过高薪酬合法化的路径。^[25] 薪酬顾问的确定通常是由公司人力资源部门负责,并隶属于公司董事

[22] Kevin Murphy, Executive Compensation, in: Orley Ashenfelter & David Card (eds.), *Handbook of Labor Economics* Vol. 3, 1999, pp. 2485 - 2563.

[23] Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, 17 *J. Econ. Persp.* 71, 72 (2003).

[24] O. J. Blanchard, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, What do Firms do with Cash Windfalls?, 36 *Journal of Financial Economics* 337, 345 (1994).

[25] Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, p. 78.

会,因此薪酬顾问在发表专业意见时,通常自然要考虑有关董事人员的利益。^[26] 在公司经营状况优于行业平均水平时,薪酬顾问通常会强调薪酬同公司业绩的联系,以确保董事收入高于市场平均水平。而当公司业绩低于平均值时,薪酬顾问则不再将董事薪酬同业绩挂钩,转而强调支付高额薪酬可以体现公司处于行业领先地位,有利于公司整体利益。^[27]

(2) 时间偏好和风险偏好上的差异

除薪酬方案的制定主体外,就公司的经营管理而言,董事和股东在时间偏好及风险偏好两方面亦存在着显著差异。其中,时间偏好的差异性体现在公司董事较为注重短期内的公司业绩成长,而忽视公司持久发展,而风险偏好则指对于风险系数较高的高收益经营项目,公司董事更具投资意愿。依据市场的资源配置,公司资本应投向可获得最大收益的领域,收益额等于可期待的总体收益乘以该收益发生的机率,并除以折现率,其中折现率的高低同折现时间的长短成正比。董事短视理论(Managerial Myopia Theory)认为,上市公司管理层在计算项目收益时,其所选择的折现率高于股东确定的折现率,即时间越长,其折现率就越高,而其所估算的投资收益额将越低,这就导致其所做出的决策对公司和股东而言是次优选择。这种折现率选择上的偏差,体现的是公司董事和股东在时间偏好上的冲突。^[28] 在现实商业活动中,经常体现为管理层对于产品研发、员工培训等有利于公司长期发展的领域投入过少,在短期利益和长期利益发生冲突的情况下,宁可牺牲公司的可持续发展。

时间偏好冲突的产生原因是多种的。首先,公司董事的任职时间按照其聘任合同是有时间限制的,同时又存在基于公司被收购等情况而失去职位的风险,但股东则可以相对持久的持有股票,因此,短期效益的增长更有利于董事的留任。其次,相较于股东可以通过多样性投资分散其风险,董事所获得的股票期权等以公司股份为要素的薪酬形式,其风险分散性较弱,因此,更需要股票具有流通性,以便其可以尽快出售变现,而股票价格在短期内的上扬,恰好满足了董事的需要。最后,相较于长期发展目标,衡量短期效益的相关数据更容易被人为了的操纵。^[29]

除时间偏好外,管理层和股东就投资风险的承担同样存在着差异。作为可变薪酬,董事通常获得的是公司的股票期权,其行权价格通常是授予该期权时的市场价格 $P_{(t1)}$,若其变现时市场价格 $P_{(t2)}$,则此时董事获利的总额(S)的计算公式为:

$$S = [P_{(t2)} - P_{(t1)}] \times \text{期权所包含的股份数}$$

由以上公式可以清晰看出,对董事而言,只有当变现时市场价格 $P_{(t2)}$ 高于行权价 $P_{(t1)}$,即 $P_{(t2)} > P_{(t1)}$ 时,方可变现获利。

[26] Chrispas Nyombi, Corporate personality: the Achilles' heel of executive remuneration policy, 56 *International Journal of Law and Management* 184, 187 (2014).

[27] Stuart Gillan, Has Pay for Performance Gone Away? Views from Corporate Governance Forum, *Research Dialogue* No. 68, (2001), <https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/institute/research/dialogue/68.pdf>, 访问时间:2014年9月10日。

[28] Matthias Kräkel, *Organisation und Management*, Mohr Siebeck, 2010, S. 287.

[29] Lars Klöhn, Die Herabsetzung der Vorstandsvergütung gem. § 87 Abs. 2 AktG in der börsennotierten Aktiengesellschaft, ZGR 2012, 1, 12 ff.

现假设公司有两个可供选择的投资项目 A 和 B,且两个项目成功和失败的几率分别均为 50%。其中 A 项目若成功,则将带动股价上升 10 元,若失败将导致股票价格下降 5 元。而 B 项目若成功,则可带动股票上扬 20 元,但若失败,则将使得股票价格下跌 30 元。此时,A 项目的可预期总体收益明显大于 B 项目的总体收益率。^[30] 但对公司董事而言,无论股价下跌 5 元或是下跌 30 元,其所获得的股票期权(假设行权价为目前股价)均无法获利,故董事所考虑的仅是两个项目所能带来的股价上扬。因此,即使 B 项目的可预期收益小于 A 项目,董事仍然会选择 B 项目,而两个项目对股东而言则恰恰相反。之所以会出现风险承担上的差异,其根本原因在于以股票期权作为薪酬,当股价上扬时,董事将会参与分配,但当股价下跌时,董事却不负担损失。^[31] 另外,即使项目总体预期收益相同,公司董事同样倾向于选择具有高风险的项目,这是因为股票期权的价值通常同股价波动程度相关。项目的风险越高,公司股价的波动将会越剧烈,相应的该股票期权变现时所获收益亦有可能越高。而对于股东而言,风险较低的项目更符合其利益。^[32]

二 金融危机后董事薪酬制度的变革与发展

(一) 风险调控为核心的现行董事薪酬制度

金融危机的爆发给美国乃至全球经济带来了难以衡量的负面冲击,而在审视金融危机爆发的原因时,立法者发现金融机构董事薪酬体系设计上的不合理因素,在一定程度上诱导整个行业片面地选择能为自身带来高收益但同时却隐藏着巨大风险的投资产品,最终酿成了席卷全球的金融海啸,经济学中的“管理权力理论”正是对这一成因的有力分析。因此,欧美各国针对薪酬制定的形式要求和实质要求,在原有规范基础上进行了大幅度的修订。

1. 薪酬制定机关独立性的加强

就薪酬制定的程序要件而言,相关条文的修改主要在于加强薪酬制定机关的独立性。如按美国《多德 - 弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》第 952 条的规定,美国《1934 年证券交易法》新增了有关薪酬委员会的原则性规定,要求美国证监会以及证券交易所采取措施,确保上市公司薪酬委员会的成员为公司董事,且具有独立地位。在确定其独立地位时,应考虑该名董事的薪酬来源,以及同上市公司及其子公司的关联关系。此外,薪酬委员会还可以聘请相关的专业人士提供咨询意见,但同样应该从多个方面考察相关专业人士的独立性。随后,纽交所以及纳斯达克交易平台纷纷出台新规,要求上市公司建立薪酬委员会,并对其人员组成和运作方式做出相应规定。针对相关人员的独立性,更提出了一系列评判标准,以《纽约证券交易所上市规则》为例,按其相关规定,上市公司必

[30] 在贴现率相同的情况下,A 项目的每股可预期总体收益为 $10 \times 50\% - 5 \times 50\%$,即 2.5 元,而 B 项目的每股可预期总体收益率为 $20 \times 50\% - 30 \times 50\%$,即 -5 元。

[31] See Lucian Bebchuk & Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 *Geo. L. J.* 247, 263 (2010).

[32] Lars Klöhn, *Die Herabsetzung der Vorstandsvergütung gem. § 87 Abs. 2 AktG in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, S. 15 ff.

须具有薪酬委员会,且组成人员必须全部为独立董事。^[33] 为确保其独立性,凡能影响该董事独立性的因素均应予以考虑。这些因素包括但不限于:该独立董事薪酬的来源,由上市公司向其支付的所有咨询、建议或其他报酬;该独立董事是否同上市公司或其子公司,又或是子公司的关联公司之间存在关联关系等。^[34] 由于不可能完全预期或者穷尽所有利益冲突的情况,因此,在判断独立董事的独立性时,应该综合考虑所有重要因素和客观环境。尤其是在评判独立董事与上市公司之间是否具有实质性利害关系时,除独立董事本人外,还应包括同该名董事具有关联关系的个人或组织,而实质性关系则可能涉及商业、工业、银行业、咨询、法律、财务、赠与以及家庭等多方面因素。^[35]

此外,为了确保薪酬顾问等专业人士的意见和建议不受利益冲突的影响,《纽约证券交易所上市规则》就负责聘请之人以及薪酬顾问自身两个方面,明确提出了六点考察因素,确保专业顾问独立于公司的管理层,这些因素包括:(A)负责聘请之人,同上市公司签订的其他服务条款;(B)负责聘请之人从公司所获得的报酬数额,以及该报酬占其总体收入的百分比;(C)制定专门的政策和程序,防止负责聘请之人出现利益冲突的情况(D)薪酬顾问同薪酬委员会成员之间的商业或个人关系;(E)薪酬顾问持有的上市公司股票数量;以及(F)薪酬顾问以及负责聘请之人,同上市公司高级管理人员之间的商业或个人关系。^[36] 英、德两国在各自的《上市公司治理准则》中,亦就薪酬制定机关及薪酬顾问的独立性问题作出相类似的规定。^[37] 欧盟委员会亦于2009年在其现有立法提议的基础上,提出了补充性提议,要求薪酬委员会应至少包含一名成员具有制定薪酬所需的相关知识和经验,委员会应对公司董事的整体薪酬政策定时审查,并确保独立和公正地履行其职责。^[38]

2. 风险控制与可持续发展

除董事对其自身薪酬的制定可以施加干预外,“管理权力理论”亦指出公司管理层和股东在时间偏好和风险偏好上的差异同样可以导致薪酬合同无法发挥其应有的效果。金融危机的爆发正是由于固有的董事薪酬体系过度偏重短期效益,尤其是在银行等金融企业的董事薪酬方案中,缺少风险控制的设计,整个行业又充斥着对季度性利润等短期数据的重视,^[39] 以及为了在结算日到来前达到盈利目标,而人为地“改善”数据的行为。^[40] 因此,立法者试图在董事薪酬体系中强化公司的可持续发展战略,避免公司经营者为短期利润进行过度冒险的投机行为而损害公司的长期利益。^[41] 在制度设计上,立法者将董事薪

[33] NYSE Listing Rules, sec. 303 A. 05 (a).

[34] NYSE Listing Rules, sec. 303 A. 02.

[35] NYSE Listing Rules, commentary, sec. 303 A. 02.

[36] NYSE Listing Rules, sec. 303 A. 05 (c).

[37] UK Corporate Governance Code, Code Provisions, D. 2. 1, Deutscher Corporate Governance-Kodex, Ziff. 5. 4. 2.

[38] Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, (2009/385/EC).

[39] Alfred Rappaport, The Economics of Short-Term Performance Obsession, 61 *Financial Analysts Journal* 65, 66 (2005).

[40] Keith Crocker & Joel Slemrod, The Economics of Earnings Manipulation and Managerial Compensation, 38 *RAND Journal of Economics* 698, 699 (2007).

[41] Holger Fleischer, Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), NZG 2009, 801.

酬的考察时间延长,具体条文主要包括两个方面:一是确保将管理层的薪酬同公司长期业绩相挂钩,防止短期性的高风险投资;二是在一定情况下,回收、减少或拒绝支付本已约定的董事薪酬。

为强调公司可持续发展的重要性,英国 2010 年颁布的《上市公司治理准则》中新增了董事薪酬长期激励计划的相关规定,针对董事同公司业绩挂钩的可变薪酬部分,规定相关的评价指标应具有延展性,有利于公司的长期发展。^[42] 德国立法者则更为明确地在 2009 年出台了《董事薪酬适当法》(Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung),并据此对原有法律规范进行了修订,强调上市公司的薪酬结构应以公司的可持续发展为目标,可变薪酬部分的计算参数必须是持续多年的。^[43] 而当公司发生并购、转让重大资产或其他特殊情况时,虽然通常会产生较大利润,但与董事个人业绩并没有直接关系,而为防止董事获得不当利益,监事会应对该部分薪酬进行最高额限制。^[44] 而欧盟委员会在 2009 年的补充性提议中甚至提出,若董事会合同中包括可变薪酬部分,便应对此加以最高额限定。^[45] 欧盟立法者在 2014 年将该提议内容纳入到《关于修改促进股东长期参与公司管理的第 2007/36/EC 号指令以及公司治理声明特定内容的第 2013/34/EC 号指令的建议》(以下简称《2014 年指令修改建议》)之中。^[46] 此外,董事薪酬中的股权激励部分,其解禁期至少为三年,即使解禁后,董事亦应保留一定数量的股票至任期结束。^[47]

立法者试图通过延长薪酬合同中股票期权的行权期,以确保董事的个人利益和公司的长期发展相一致。但股价的高低和公司的可持续发展之间并没有必然的联系,延长行权期亦无法确保董事的经营行为符合公司的长期利益。相反,存在股票期权等股价相挂钩的薪酬形式,将会导致董事对公司的管理以股价为导向,而事实上忽略了公司的长期可持续发展。因此有学者指出,更为有效的方式应该是禁止股票期权作为董事薪酬的组成形式。^[48] 但单纯地固定薪酬难以解决董事的“道德风险”问题,因此更为合理的方式应是对股票期权等薪酬数额加以限制,在协调董事和股东之间的利益冲突以及减少股票价格对公司决策的影响之间实现平衡。

此外,立法者还赋予公司在一定情况下,收回或变更董事薪酬的权利。例如美国《多德-弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》规定,若上市公司由于不当行为,实质性地违反了证券法有关财务报告的规定,而被要求重新提供财务报表时,公司的首席执行官

[42] UK Corporate Governance Code, supporting principle D.1.

[43] § 193 II Nr. 4 AktG.

[44] § 87 AktG.

[45] Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, (2009/385/EC), Art. 3.

[46] Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, COM(2014) 213, Art. 9a.

[47] Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, (2009/385/EC), Art. 3.

[48] Andrew Johnston, Reforming English Company Law to Promote Sustainable Companies, 11 *European Company Law* 63, 65 (2014).

以及首席财务官需向公司返还此前三年内的所有奖金或者其他激励薪酬,以及通过出售公司股票而获得的所有收益。^[49] 英国^[50]和欧盟^[51]的立法者亦建议上市公司应在公司章程中规定类似的条款。不同于欧盟和英美两国以虚假陈述等违法行为作为公司回收董事薪酬的前提,德国立法者则将董事薪酬同公司经营状况相挂钩,并降低了原有的监事会减少董事薪酬时的法定标准,即只要公司经营状况出现问题,而向董事继续支付原定薪酬对公司而言就是不公平的,监事会即可减薪,而无需达到之前所规定的严重程度。^[52]

董事因违反相关财务制度而不当获利,其返还违法所得本在情理之中,但这一规定同公司的风险控制以及可持续发展并没有直接联系。相较而言,德国所采用的方法则体现了董事和公司之间的休戚与共,该规定是情势变更原则的一种特例,但就适用前提而言,较民法中的情势变更原则更为宽松。^[53]

(二)董事薪酬法律规范的发展——股东咨询性投票制度

无论是薪酬委员会或监事会设立,或是可持续发展理念在薪酬方案中的体现,均围绕传统的薪酬制定机关,缺少股东的直接参与。诚然,由于上市公司相对较为分散的股权结构,中小股东通常情况下缺乏参与公司管理的热情,但当管理层在公司业绩欠佳,却仍可获得巨额薪酬的情况出现时,中小股东则往往显示出超乎寻常的关注度,并借助舆论的力量,实现对过高薪酬的控制。^[54] 正是注意到这一现象,立法者转而保护中小股东,尤其是机构投资者在董事薪酬制定过程中的发言权,以期遏制过高薪酬的出现。这一被称为股东咨询性投票制度的最新立法发展,旨在在既有的公司机关权限划分框架下,扩大股东在董事薪酬问题上的话语权,通过不具法律效力的股东大会决议,向薪酬制定机关表达股东的态度,从而迫使其在股东明显不满的情况下,改变相关薪酬方案,实现对薪酬数额的控制。^[55]

股东咨询性投票制度为英国立法者于2002年创设,并于2006年被写入修订后的《公司法典》。该制度主要包括信息公开和股东投票表决两个方面。首先,上市公司的董事会需向股东大会提交《董事薪酬报告》,该报告分为无需审计和需审计两部分内容,其中无需审计部分主要包括薪酬委员会成员相关信息、薪酬总体政策及参考因素、选取某国际资本市场通用的股票指数作为过去五年内股东收益的参考值、董事聘任合同的期限及解除条件等。而需要审计的部分则主要涉及薪酬方案的具体组成及数额。^[56] 经报告披露的信息,需提交股东大会投票表决,同时,按《公司法典》第439条的规定,股东大会的表决结果对薪酬方案并不具有法律上的拘束力,而仅具有“咨询性”。尽管不具法律效力,

[49] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, sec. 954, .

[50] UK Corporate Governance Code, Schedule A.

[51] Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, (2009/385/EC), art 3.4.

[52] § 87 II AktG.

[53] MüKoAktG/Spindler AktG, 2014, § 87 Rn. 161.

[54] 例如德意志银行时任董事会主席 Ackermann 在金融危机爆发后,基于媒体监督等因素,主动宣布放弃超过 100 万欧元的年终奖金,以及我国平安集团董事长马明哲同样在社会大众强烈的批评声浪中,宣布放弃 2008 年的年薪。

[55] 参见郑观:《上市公司管理层薪酬制定中的股东话语权——股东咨询性投票制度及对我国的借鉴意义》,《当代法学》2012 年第 4 期,第 39 页。

[56] Large and Medium-Sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008 No. 410, Schedule 8.

该制度的现实作用却不容忽视。一方面,咨询性投票制度可以确保上市公司中小股东,尤其是机构投资者的话语权。在此之前,股东若就董事薪酬表达意见,只能通过股东大会召开前提出议案,或是举行临时股东大会,而二者在实践操作上,均存在较大难度。而咨询性投票制度则将董事薪酬规定为上市公司召开股东大会时的法定表决事项,若董事会未提出相关议案,则需要承担相应的法律责任。另一方面,从该制度在英国的实施效果来看,一旦否决票的比例超过 20%,近八成的上市公司便会迅速调整其薪酬方案中受争议的部分。^[57]

为应对金融危机,欧盟以及德、美两国均立法引入了该项制度。虽然各国在具体规定上有所不同,但该制度最核心的两部分,即信息公开和投票结果不具约束力均得以保留适用。此外,为强化对员工利益的保护,欧盟立法者在《2014 年指令修改建议》中,要求公司在薪酬政策中说明董事会成员平均薪酬和公司普通员工平均薪酬的比例,并且对该比例的合理性加以解释。^[58] 而英国立法者为强化股东的投票权,于 2013 年通过《企业和监管改革法案》(Enterprise and Regulatory Reform Act 2013)对《公司法典》进行了修订,规定股东大会对董事薪酬具体数额的投票结果不具法律效力,但有关董事薪酬政策的表决则具有约束力,薪酬委员会对被否决的薪酬政策应加以修改,从而改变了该制度创设以来,一直适用的非强制性原则。^[59] 这一点亦被欧盟立法者所采纳,规定在《2014 年指令修改建议》中。^[60]

就该制度在英国的实施效果而言,有学者对富时 350 指数 (FTSE 350) 成分公司董事薪酬进行了统计分析。结果显示,在 2003 年至 2012 年期间,咨询性投票结果同董事薪酬之间存在积极的相关性联系,否决票在一定程度上实现了对薪酬的控制,降低了下年度薪酬水平。但是这种限制作用仅在否决票比例超过 10% 时才出现。^[61] 考虑到英国上市公司较为分散的股权结构,超过 10% 的投票大多来自机构投资者,可见,该制度最大的积极因素在于促使公司董事会同机构投资者就薪酬方案的具体内容进行沟通协商。^[62]

三 欧美董事薪酬制度对我国的启示

上市公司董事的天价薪酬现象在我国资本市场亦不少见。根据沪深 2000 多家上市

[57] Fabrizio Ferri & David Maber, Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK, 17 *Review of Finance* 527, 531 (2013).

[58] Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, COM(2014) 213, art. 9a.

[59] Companies Act 2006, sec. 139 A.

[60] 瑞士立法者在这一问题上显得更为激进,根据其 2013 年颁布实施的《上市公司防止过高薪酬法》(Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften) 第 18 条的规定,股东大会对于董事所获薪酬的投票同样具有约束力。

[61] Ian Gregory-Smith, Steve Thompson & Peter Wright, CEO Pay and Voting Dissent Before and After the Crisis, 124 *The Economic Journal* F22, F35 (2014).

[62] Paul Davies & Sarah Worthington, *Principles of Modern Company Law*, 9th Revised edition, Sweet & Maxwell, 2012, p. 406.

公司 2013 年披露的年报显示,公司董事个人年薪超过 100 万的达到了 575 位,超过 1000 万的共有 7 位。与之相对应的是董事薪酬同公司业绩之间的反差尤为突出,部分上市公司的董事薪酬同公司利润明显不成比例,甚至超过公司全年归属于股东的净利润,或是在企业自身连年亏损的情况下,董事薪酬却持续上涨。上市公司董事薪酬直接涉及投资者对资本市场公平、公正的价值评判和投资信心,对市场良性发展的意义不言自明。目前,我国相关法律法规对董事薪酬的规定主要涉及薪酬制定主体以及信息披露两个部分。

(一)“一股独大”背景下的薪酬制定机关

我国《公司法》明文规定董事薪酬的决定权属于股东大会。此外,《上市公司治理准则》(以下简称《治理准则》)第 52 条及第 56 条规定,上市公司董事会可以按股东大会的有关决议,设立独立董事占多数的薪酬和考核委员会,负责研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策和方案。同时,按照第 58 条及第 71 条的规定,薪酬委员会对董事会负责,薪酬委员会的提案提交董事会审查通过后,由董事会报请股东大会决定。有别于欧美一些国家,由薪酬委员会或监事会等专门机关负责董事薪酬的制定,按照我国相关法律法规,上市公司董事薪酬的制定在理论上可分为薪酬委员会制定、董事会审议及股东大会表决三个层次。虽然我国相关制度是将董事薪酬的最终决定权交由股东大会,即采股东大会中心主义,但面对一股独大的现实国情,这样的制度设计却无法实现对董事薪酬的有效约束。

首先,在薪酬委员会的层面上,我国法律规定其组成人员中独立董事必须过半,以确保其制定的薪酬方案不受具关联关系的董事的影响。但正如欧美等国的经验显示,独立董事究竟在多大程度上具有独立性是值得商榷的。对独立性的影响因素,不仅仅是显性的利益冲突,如持股数量、同公司执行董事之间的关联关系等,还包括隐性冲突的情形,比如独立董事是否还兼任其他上市公司的管理层等因素。目前,我国对独立董事的考察仅限于董事个人的社会关系、持股比例以及同上市公司劳务关系等显性因素,^[63]而隐性因素对于独立性的影响,在我国却没有受到充分的重视。^[64] 相较而言,欧美国家的相关规定则值得我国借鉴。如英国目前正在考虑是否禁止独立董事同时兼任其他上市公司的执行董事,以降低隐性利益冲突存在的风险,又如德国《上市公司治理准则》规定,董事会成员原则上在离职后 2 年内,不得任职公司监事会。此类针对隐性利益冲突的规定,我国相关法律法规规范中并没有涉及。

其次,在董事会层面上,薪酬委员会制定出相应的薪酬政策及方案,需经董事会审查通过后,方可报股东大会表决。虽然《治理准则》第 71 条强调,在董事会对董事个人进行评价或讨论其报酬时,该董事应当回避,但这并不能防止董事会成员之间互相偏袒合谋。更为严重的是,这一规定直接导致董事薪酬方案的制定权被纳入董事会自身掌握之中,利益冲突的情况实难避免。之所以设立独立的薪酬制定机构就是为了实现薪酬方案的制定

[63] 如在证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中,针对独立董事独立性的要求仅限于显性因素。

[64] 参见朱羿锟:《董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径》,《法学研究》2010 年第 3 期,第 92 页。

权由独立于公司管理层的第三方享有,从而保证薪酬方案制定过程的公正性。而我国现行法律规范将薪酬方案交由董事会审查,在实质上否定了薪酬委员会存在的意义和作用。

最后,法律规定股东大会享有董事薪酬的最终决定权,表面上为股东控制董事薪酬提供了法律依据,但由于我国资本市场股权分布较为集中,按照相关数据显示,2010 至 2012 年,我国上市公司市值前 100 强企业中,第一大股东控股平均比例超过 40%。^[65] 因此,股东大会往往由大股东所把持,其选举出的董事会成员为其利益代言人,甚至本身即为大股东。在这种情况下,将董事薪酬交由股东大会表决,势必出现球员兼裁判的情形,实难保证薪酬方案的公正合理。

可见,如何降低大股东在薪酬制定中的影响力,成为解决问题的关键。然而,由于短期内降低大股东的持股比例相对较难,且很多上市公司为国家控股,行政色彩较为浓厚,这更加深了改革的难度。因此,提高其他股东对大股东的牵制力量,就成为改革的重心所在。而根据我国目前的现实情况,可以考虑引入股东咨询性投票制度,用以增强中小股东,尤其是机构股东的话语权。

当然,我国目前上市公司的股权结构并不同于欧美等国,在借鉴该制度时,更要注意股权分布上的差异性。股东咨询性投票制度能够创设于英国,并发挥其应有的作用,同该国机构投资者的强势地位密不可分。机构投资者既有对薪酬方案作出判断的能力,又具有积极参与公司治理的商业动机,而中小股东根据机构投资者的建议,行使其投票权,则可以有效解决其理性冷漠的问题。鉴于“一股独大”的现象在我国上市公司中相当普遍,如何保证机构投资者同上市公司董事会之间在薪酬问题上的沟通,在薪酬方案表决前即已征得机构投资者的同意,从而强化机构投资者的话语权,是实现有效监管董事薪酬的前提。因此,不妨将股东投票的结果按股东持股比例分成控股股东、机构投资者、社会股东三类,并分别公布各类型股东的投票结果。同时,投票表决同公司的信息披露义务相结合,以确保股东投票前已知悉薪酬方案具体内容。

(二)信息披露中的缺陷

除设立薪酬委员会外,信息披露是我国现行法律规范制约董事薪酬的另一手段。《公司法》第 116 条规定,公司应当定期向股东披露董事、监事、高级管理人员从公司获得报酬的情况,同时按照证监会以及沪深两所颁布的一系列规定,上市公司需要在定期披露的年度报告中详细记载董事、监事、高级管理人员的任职情况、持股变动情况、年度报酬情况等信息。

我国的信息披露同欧美等国的规定相比,对公司业绩、董事个人表现以及薪酬数额三者间的关系强调不足,例如英国要求上市公司公布股东的股份总收益,并同某一资本市场通用指数(Broad Equity Market Index)的股份收益率进行比较,同时披露评判董事业绩的标准及适用该标准的原因,并对是否达到相关标准、是否具有外部干扰因素等情况进行说明。可见,通过信息披露的方法,英国上市公司董事薪酬同公司经营状况被紧密的联系在

[65] 《2012 年中国上市公司 100 强公司治理评价》,中国社会科学院世界经济与政治所公司治理研究中心和甫瀚咨询共同发布。

一起。而我国的相关规定,则仅是将各类薪酬的形式及数额加以规定,并没有进一步强化薪酬和董事个人表现之间的联系。

(三)公司法上的限制

我国现行法律中对于具体的董事薪酬方案,并没有明确的法定标准加以限制,从而造成董事会在此问题上享有过大的自由裁量权,出现了平安集团董事长马明哲在公司投资失败、损失惨重的情况下,仍获得6000多万天价薪酬,却被辩解为合法合规的情况。相较而言,欧美各国对薪酬数额上的限制通常采取的两种立法模式,或设定某一标准作为上限,一旦超过即可视为对公司利益的损害,或确定公平合理原则,作为制定薪酬的行为准则。虽然前者采用禁止性的标准,而后者则是规范性模式,但在实质上,二者均是公司内部薪酬制定机关在履行其职责时,勤勉和忠诚义务的具体化。

我国现行法律中,对于薪酬方案的制定,并没有较为具体的法定标准,不存在禁止性或规范性条款。虽然《公司法》第148条中规定了公司管理层的忠实、勤勉义务,第150条中亦相应地规定了管理层的损害赔偿责任,原则上可作为公司提起损害赔偿的请求权基础,但相关条款规定过于宽泛,能否以及如何适用于上市公司董事薪酬制定,仍有待立法者和法院进一步阐明。

四 结 语

上市公司董事薪酬成为舆论的焦点,体现了民众对公平正义作为社会基本价值的追求,而在我国相关议题更具有独特的现实意义。由于我国规模较大的上市公司,大多具有国有企业背景,尤其在巨额薪酬频繁出现的金融行业,这一特征更为明显。因此,民众对于高额薪酬的质疑,除了是对公平合理的收入分配制度的追求外,更蕴含了对公权力寻租行为的控诉。我国目前所采取的央企高管“限薪令”,正是对民众这一诉求的积极回应。这并不是国家第一次对央企高管的薪酬加以调控,早在2002年,我国就已经开始推行国企高管年薪制度,而2009年六部委也曾联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,但迄今具体的实施效果却并不尽如人意。^[66]

究其原因,主要在于董事薪酬的制定本属于市场行为,应由市场所决定。各国针对董事薪酬所采取的一系列法律规范,虽然在具体措施上存在差异,但实际上均以保障市场的优胜劣汰机制为目标。立法者以良性运行的职业经理人市场能够有效实现董事人员的流动为前提,通过对薪酬制定机关以及股东等市场主体权限的界定,排除董事对市场运行的干扰。即使规定了法定标准或上限,却仍坚持由公司自行决定董事薪酬的具体内容,并为其留有较大的自由裁量的空间。而我国现行法律虽然立法者亦秉持了遵循市场规律的立法理念,但“限薪令”等一系列措施则属国家的行政干预,按我国目前国有控股的基本国

[66] 针对这一问题,有学者指出应加强薪酬制定机构的独立性,建立过高薪酬的召回制度以及针对不合理的高薪,适用股东派生诉讼制度和相应的司法审查。参见蒋建湘:《国企高管薪酬法律规制研究》,《中国法学》2012年第1期,第117页。

情,虽然一定程度上可以产生控制高管薪酬数额的作用,但从长远来看,这一措施并不符合市场规律的运行,甚至该制度的出台就表明了我国职业经理人市场尚未完全市场化,无法保障董事人选在市场上的自由流通和优胜劣汰。除了政治因素外,职业经理人市场的无法形成,源于国有企业在市场竞争中享有不平等优势,从而导致公司效益等市场考察指标无法真实地反映出董事个人的业绩。换言之,国有企业在经营层面上对竞争秩序的扭曲,传导到经理人市场上,从而导致其自身在选任管理人员时,市场本身所具有的优胜劣汰机制出现失灵。可见,解决问题的关键在于充分保障各参与主体在市场竞争中的平等地位,以确保董事薪酬同公司业绩、个人表现真正挂钩,同时加强中小股东,尤其是机构投资者等市场主体的监督力量,方为符合市场规律的解决之道。

此外,我国对于董事薪酬的讨论,多限于数额的高低,却忽略了薪酬方案本身可能导致管理层对投资风险的放任。虽然目前的上市公司,尤其是金融行业相关企业的投资业务,同欧美等国高风险性的情况有所不同,但随着资本市场化的进一步加强,类似的情形亦会大量出现,如何确保薪酬方案不会导致董事为短期利益而损害公司的可持续发展,欧美等国的前车之鉴可作为我国的参考依据。

[Abstract] Profoundly influenced by the financial crisis in 2008, the legislative policy on the remuneration of directors of public companies in major western countries is undergoing a change from emphasising the fairness of directors' remuneration to giving equal consideration to risk control and sustainable development of companies. For a long time, the directors' remuneration system, based on the pursuit of the value of social just, had mainly emphasized the independence of the remuneration committee and limited legislative and judicial intervention. However, after the breakout of the financial crisis, legislators have realized that, apart from the lack of guarantee of the independence of the remuneration committee, the difference of opinions between directors and shareholders regarding the time and risk preferences in corporate operation is also an important cause of the crisis. Thus, by implementing new regulations, major western countries, while improving the independence of the remuneration committee and giving shareholders the right to vote on directors' pay, have taken risk control as the core of the remuneration system, so as to ensure the sustainable development of companies. Considering the concentrated ownership structure of public companies in China, the current Chinese system of public companies should be further improved by safeguarding the voting rights of minor and institutional shareholders, strengthening the link between directors' performance and their remuneration, clarifying the standards of judicial review, and ensuring that the scheme of directors' remuneration is conducive to the sustainable corporate development.

(责任编辑:姚佳)