

## 论股东对高管薪酬的 “劝告性”投票权

解正山\*

**摘要:**上市公司高管薪酬近年来备受质疑,天价薪酬不时激起公众怒火。为使高管薪酬趋于合理、平息公众对过高薪酬的不满,越来越多国家公司法开始赋予股东在薪酬治理中的话语权——股东对高管薪酬的“劝告性”投票表决权。对此,赞赏者有之,反对者亦不少,尤其是双方对“劝告性”投票权的实效及负面影响争执不下。不过,实践表明,“劝告性”投票权虽非治愈高管薪酬问题的灵丹妙药,但它对塑造新型的薪酬协商机制尤其是对剔除不合理薪酬具有明显的功用。因此,“劝告性”投票权立法对我国上市公司高管薪酬治理改革具有一定的借鉴意义。

**关键词:**高管薪酬 “劝告性”投票 薪酬治理

### 一、股东“劝告性”投票权立法的国际进展

为增加高管薪酬问责性、透明度以及其与公司

---

\* 上海对外经贸大学法学院副教授,法学博士。

业绩的关联度,英国于2002年实施《董事薪酬报告条例》,<sup>[1]</sup>将股东对高管薪酬的“劝告性”投票权(say on pay)写入了公司法。英国2006年《公司法》继受了这一立法,该法第420条、第421条、第422条以及第439条规定:(1)上市公司应在每个财年制备并向股东提交经公司董事会批准的往年董事薪酬报告,内容包括薪酬委员会成员信息、董事股票期权与其工作业绩的关联度、董事的薪酬构成信息等,若不遵从该规定,董事及其他负有采取合理措施确保这一要求得到遵守之责的当事人将会被依公诉程序或简易程序处以罚金;(2)上市公司应于股东大会召开前通知股东,告知他们有权对董事薪酬报告进行表决,公司也应把该事项纳入股东大会表决事项之中,但是,股东表决结果不具约束力。英国的这一立法最先对欧盟产生了影响,<sup>[2]</sup>后成为德美等国效法的对象,因而在更大范围内掀起了一场“劝告性”投票权立法运动。

借鉴英国经验,美国亦将股东“劝告性”投票权写入了《多德—弗兰克法》第951条,其适用范围现已扩大至所有上市公司。《多德—弗兰克法》规定:(1)至少每三年,上市公司股东有权在股东年度大会上对上一年度支付给包括公司首席执行官、首席财务官及其他三位须在公司年报中披露薪酬的高管人员的整体薪酬进行“劝告性”投票,投票不涉及单个高管的薪酬以及薪酬构成中诸如奖金、期权、退休金与业绩奖励等具体组成部分;(2)至少每六年,股东有权对在多少时间内举行“劝告性”投票进行表决;(3)在批准收购、兼并、联合或以其他方式处置公司资产时,股东可对高管离职补偿金进行“劝告性”投票;(4)“劝告性”投票不具法律约束力,其对公司或董事会薪酬决议不构成否决效力,更不会改变或增加董事对股东的受信义务,股东的薪酬提案权同

---

[1] 参见 Directors Remuneration Report Regulations 2002, available at <http://www.opsi.gov.uk/si/si2002/20021986.htm>, 2015年8月28日访问。

[2] 2004年,欧盟推动了一项关于上市公司董事薪酬制度改革,改革内容包括:(1)薪酬政策以及单个董事薪酬的披露,便于股东与投资者评估公司的薪酬构成及其与公司业绩的关联度。(2)股东积极参与高管薪酬的决策,一方面,把董事薪酬政策作为股东大会的正式议程,股东无须通过繁琐的决议程序便可对该薪酬政策进行讨论并就此发表意见;另一方面,还应把包括薪酬政策在内的薪酬报告交由股东年度大会进行投票。See Marvin Vesper - Grasko, "Say on Pay" in Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, 14 German L. J, 2013, p. 749, pp. 753 - 755.

样不受限制或影响。美国法强调,“劝告性”投票权意在增强董事会的问责制,促使他们在决定高管薪酬时考虑股东利益。

与英美法要求上市公司“应当”进行投票不同,德国法则规定:是否进行“劝告性”投票由监事会、董事会或股东自行决定。具体而言,股东实现投票有三个途径:其一,如果董事会把高管薪酬方案列入股东大会会议程,那么,股东可就高管薪酬安排(包括总薪酬、薪酬构成尤其是固定薪酬与浮动薪酬比例以及确定浮动薪酬的标准等内容)进行投票。<sup>[3]</sup>可见,股东能否进行投票先是取决于董事会的决定。其二,如果董事会决定不把高管薪酬议案列入股东大会会议程,但股东认为有必要,那么,只要满足以下条件,股东也可要求把薪酬方案列入股东大会会议程:一是持有公司不少于5%(或50万欧元)股份;二是于股东大会召开前30日向公司提出投票请求。<sup>[4]</sup>其三,如果对维护公司最佳利益极有必要,那么,监事会应召集临时股东大会,以便股东对高管薪酬进行表决。只是,在通常情况下,监事会没有义务这么做。<sup>[5]</sup>至于表决结果的效力,德国法与英美法并无二致,均强调其“宣示”意义,即不管是董事会建议举行投票还是股东要求投票,表决结果对监事会均不具约束力。<sup>[6]</sup>德国法上的任意性股东投票规则后受到瑞士、西班牙等国的青睐。

值得注意的是,英美法与德国法上股东投票规则的强制性与任意性分野与各国上市公司股权结构有很大关联:在美国,股权高度分散,如果不制定专门法律或监管安排来改善股东法律地位,这些分散的股东恐怕无法平等地与公司管理层就公司治理问题进行有效磋商;相反,股权较集中的国家尤其像德国那样采“双层”治理结构国家,强制性投票似乎就没有必要了,赋予主要股东提议将高管薪酬安排提交股东大会

---

[3] See § 120 (4) of GERMAN STOCK CORPORATION ACT.

[4] See § 122 (2) of GERMAN STOCK CORPORATION ACT.

[5] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, pp. 376 - 421.

[6] See § 120 (4) of GERMAN STOCK CORPORATION ACT.

会表决的机会即可。<sup>[7]</sup>另外,公司立法者为避免对现有公司治理安排构成颠覆性影响,几乎都强调投票表决结果对薪酬决策者不具有法律约束力,仅在于表明股东对高管薪酬适当与否的态度。然而,一些国家最近正考虑赋予投票结果相应的约束力。例如,瑞士2013年成功地通过公民投票,决定将此前任意性“劝告性”投票规则修改为强制性的且具有约束力,德国亦准备作类似修改。英国则宣布将从三个方面对原有制度进行革新:一是要求公司每年将薪酬政策提交股东大会表决,表决结果具有约束力——公司在赞成票未过半的情形下必须执行往年经股东批准的薪酬政策,但如果薪酬政策未作更改,那么,每三年进行一次具有约束力的股东投票即可;二是将投票对象扩大至薪酬政策的执行情况,包括公司支付给高管的薪酬数量;三是提升高管遣散费用的披露水平并将遣散费列入薪酬政策报告供股东投票表决。<sup>[8]</sup>可以预料,一旦投票结果具有约束力,股东将享有对高管薪酬安排的最终决定权,董事信义义务恐怕会被改写。这一动态值得进一步研究。

## 二、“劝告性”投票权作用机理与理论争议

### (一)“劝告性”投票如何影响薪酬决策

不难看出,把股东享有对高管薪酬的“劝告性”投票权设计成一个不关乎约束力的投票表决机制,旨在授予股东公开表达对高管薪酬看法的权利,而非改写薪酬决策者的权限,希望借助声誉制裁及事后问责的方式保证“劝告性”投票权制度行之有效。这被认为是股东权保护

---

[7] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, pp. 376 - 421.

[8] See Allison J. McCowan, *Comment: U. K. Binding Say - on - Pay and its Semi - Binding Nature on the U. S.*, 13 Wake Forest J. Bus. & Intell. Prop. L., 2013, p. 205, pp. 225 - 226.

方面一个“重大的法律进展”,〔9〕是一项能增强董事问责性的关键机制。〔10〕立法者不仅希望“劝告性”投票能增强股东在高管薪酬决策中的“话语权”、抑制火箭般蹿升的薪酬尤其是争议性的非业绩薪酬安排、化解因高管天价薪酬激起的“公愤”,而且还希望借此提升本国资本市场竞争力及对国际投资者的吸收力。〔11〕

首先,“劝告性”投票权使股东获得了重要的薪酬谈判杠杆——负面的公众评价的威胁。如果公司或其董事会对股东投出的“反对”票(包括弃权票)置之不理,那么,迎接他们的必将是“声誉制裁”——其在劳动力市场中的声誉将受到负面评价且无法诉诸任何的保护政策。〔12〕尤其是,股东否决薪酬政策或高管薪酬报告的新闻一旦登上财经媒体的头条势必引起轰动效应,在天价薪酬激发众怒的情况下,薪酬决策者们必将承受巨大的社会舆论压力。“此种威胁十分有效,没有哪份保单能够保护经理或董事免受此种声誉惩罚之苦”。〔13〕因此,即便股东没有完全否决薪酬决策者的薪酬报告或薪酬政策,只要有相当比例的股东投票反对,就能促使薪酬决策者快速调整其薪酬政策或薪酬方案。〔14〕如此一来,就算投票表决的结果不具有约束力,但为避免出现股东投票“反对”高管薪酬的尴尬局面,薪酬决策者在决定高管薪酬时自然而然地考虑股东对高管薪酬的接受程度。

---

〔9〕 See Pepper D. Culpepper, *The Politics of Executive Pay in the United Kingdom and the United States*, 2012, <http://federation.ens.fr/ydepot/semin/texte1213/CUL2013POL.pdf>.

〔10〕 See William A. Nelson II, ESQ., *Ending the Silence: Shareholder Derivative Suits and Amending the Dodd - Frank Act so "Say on Pay" Votes May Be in the Boardroom*, 20 U. Miami Bus. L. Rev., 2011 - 2012, p. 149, p. 154.

〔11〕 See Stephen Davis, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, 2007, available at [http://www.shareholderforum.com/op/Library/20070620\\_Davis - briefing.pdf](http://www.shareholderforum.com/op/Library/20070620_Davis - briefing.pdf).

〔12〕 See Fabrizio Ferri & David Maber, *"Say on Pay" Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

〔13〕 参见罗伯特·罗马诺:“内部治理结构:高管薪酬”,罗培新译,载《证券法苑》2012年第7卷。

〔14〕 See Marvin Vesper - Graske, *"Say on Pay" in Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence*, 14 German L. J., 2013, p. 749, pp. 765 - 766.

其次,“劝告性”投票还以提升董事问责制方式来影响薪酬决策。“劝告性”投票相当于对公司薪酬委员会的工作进行信任投票,虽然“反对”票并不导致任何薪酬合同或其他薪酬安排无效,但股东相反的意见自然会促使各方重新协商薪酬安排并对公司薪酬体系予以完善。而且,为避免股东反弹,薪酬决策者在制定高管薪酬过程中或将更多听取股东意见,并尽力避免提出过高的薪酬议案。<sup>[15]</sup>关键是,公司法通常规定,持有有一定比例表决权股的股东有权提名董事或要求罢免董事。因此,如果薪酬决策者一意孤行、漠视股东对薪酬政策或薪酬安排的质疑,那么,股东就可能在年度股东大会或特别股东大会上阻止其连任甚或罢黜他们。<sup>[16]</sup>可见,股东对董事的任免权是“劝告性”投票行之有效的一项重要保障。而且,股东还可拿起派生诉讼这一“利器”迫使董事就范。事实上,为保住自己的职位,薪酬决策者通常会积极与股东就高管薪酬问题进行事前商洽,<sup>[17]</sup>两者之间的“这一互动有利于‘良好’公司治理的构建并使高管薪酬政策的形成过程更加透明”。<sup>[18]</sup>

总之,如立法者所强调的,没有必要制定一项具有法律约束力的投票机制来控制不合适的高管薪酬,股东投票否决的象征意义及其对薪酬决策者的潜在影响足以实现这一目的。<sup>[19]</sup>形象地说,“劝告性”投票的作用机理类似于足球比赛中红黄牌制度:“股东对薪酬安排投下‘反对’票是对董事会的‘黄牌’警告。如果警告无效——董事会拒绝改变

[15] 参见罗伯特·罗马诺:“内部治理结构:高管薪酬”,罗培新译,载《证券法苑》2012年第7卷。

[16] See Stephen Davis, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, 2007, available at [http://www.shareholderforum.com/op/Library/20070620\\_Davis-briefing.pdf](http://www.shareholderforum.com/op/Library/20070620_Davis-briefing.pdf).

[17] See Marisa Anne Pagnattaro & Stephanie Greene, “Say on Pay”: *The Movement to Reform Executive Compensation in the United States and European Union*, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 31, 2011, p. 603.

[18] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say-on-Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, pp. 376–421.

[19] See Marvin Vesper – Graske, “Say on Pay” in Germany: *The Regulatory Framework And Empirical Evidence*, 14 *German L. J.*, 2013, p. 749, p. 779.

薪酬安排,那么,股东就会用‘红牌’将那些不听劝阻的董事‘罚出场外’。”<sup>[20]</sup>可见,“劝告性”投票权不仅没有动摇股东与董事原有权力秩序,相反,它力图在既有框架内构建一项抑制不合理薪酬的新规则。

## (二)“劝告性”投票权立法的理论纷争

“劝告性”投票权入法以来,赞赏者有之,反对者亦不少。

### 1. 高管薪酬是公平交易的结果抑或受管理层权力影响

公平交易论认为,董事会在决定高管薪酬时与高管进行的是公平交易,高管薪酬作为公司治理工具可促进管理层与公司股东利益的一致性,管理层可从不断上涨的股价中受益,尤其是在浮动薪酬激励下,管理层会努力为股东利益最大化服务。

管理层权力论则认为,上述观点与现实不符合。其一,董事有各种各样的经济动机支持或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——在把董事们拉向同一个方向。尽管许多董事持有本公司股份,但他们的经济利益不足以使其避免眷顾高管。这种弱小的经济动力也不足以使他们与首席执行官进行面对面的、殚精竭虑的或者至少是不愉快的讨价还价。最后,由于时间和资源有限,董事即便想做也心有余而力不足”。<sup>[21]</sup>其二,高管对自己的薪酬有相当大的影响力,这使董事在决定高管薪酬时有意无意地忽视其最大化股东价值的义务,从而使高管有机会“获得‘租金’——超出那些通过真正的公平交易可以获得的利益”。<sup>[22]</sup>一旦管理层利用手中权力谋划有利于自己却不利于公司及其股东的薪酬安排,高管薪酬的代理问题就将变得更加突出。<sup>[23]</sup>鉴于此,管理层权力论指出,公司

---

[20] See Testimony of Richard Ferlauto, *Director of Pension and Benefit Policy, American Federation of State, County and Municipal Employees, Before the Committee on Financial Services - US House of Representatives*, on H. R. 1257 The Shareholder Vote on Executive Compensation Act, March 8 2007.

[21] [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,第2~4页。

[22] 同上注,第4页。

[23] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, 376 - 421.

与 CEO 等高管的薪酬合同将因认知、社会心理以及激励相容等要素影响而必然是不完备的。因此,如能增强股东在薪酬决策中的“话语权”,势将改变这些条件并能促成更有效率薪酬合同的缔结,尤其能使董事会在与公司高管进行薪酬谈判时克服社会心理障碍、树立反对高管天价薪酬的决心。<sup>[24]</sup>

不过,管理层权力论随即遭到“围攻”。对这一理论的学术回应主要围绕以下两点展开:其一,到底是董事会能为公司高管制定出理想、公平、公平的合同,抑或是管理层权力从中作梗,从而导致高管薪酬过高?其二,管理层权力致使高管薪酬无法与业绩匹配的观点是否正确?质疑者普遍认为,管理层权力论夸大了管理层对薪酬的控制程度,高管获得丰厚薪酬是因为他们对公司的价值贡献大且机会成本高等因素使然,高管尤其是首席执行官的稀缺性(或者感觉上的稀缺)自然而然地赋予了这些高管大量的合法的经济权力。<sup>[25]</sup>质疑者甚至认为,向高管支付高薪的原因之一是董事会想借此使本公司高管的薪酬步入最高之列并以此表明公司的强大。<sup>[26]</sup>另一与管理层权力论针锋相对的论点是,高管薪酬保持了对公司业绩的敏感度。公平交易论者认为,如果公司生意兴隆,那么,高管获得优厚回报就理所当然。当然,不可否认,过去一段时间,高管薪酬增幅确实比通胀及普通雇员平均薪酬快得多,但它并未高于股票市场及单个公司股价的增幅。<sup>[27]</sup>

公平交易论虽不无道理,但高管薪酬问题的现实表明,完备的薪酬合同几乎是不可能。况且,管理层权力论并非全盘否定公平交易论下的最优薪酬合同,而是希望引入股东力量来监督或左右董事与公司高管的薪酬议价能力,从而达成更有效率的薪酬合同。

---

[24] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say - on - Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

[25] 参见[美]艾拉·凯·斯蒂文·范·普腾:《企业高管薪酬》,徐怀静等译,华夏出版社2011年版,第28~32页。

[26] see also D. A. Jeremy Telman, *The Business Judgment Rule, Disclosure, and Executive Compensation*, 81 Tul. L. Rev. 2007, p. 829, p. 871.

[27] See Robert E. Wagner, *Mission Impossible: A Legislative Solution for Excessive Executive Compensation*, 45 Conn. L. Rev. 2012-2013, p. 549, p. 563.



## 2. “劝告性”投票权是否会损及董事会权力

传统上,高管薪酬由董事会或与之相当的公司治理机构决定,它们在确定高管薪酬时承担注意义务即可。“劝告性”投票权立法并不打算颠覆这一传统,其本意是增加股东在薪酬决策中的“话语权”,使其无须通过投票反对董事选任的方式即可实现对高管薪酬施加影响。<sup>[28]</sup>就其本质而言,“劝告性”投票表决结果对公司的薪酬决策不构成法律上的约束,声誉制裁及事后问责才是其发挥影响的重要手段。因此,“劝告性”投票权立法被认为是上市公司薪酬治理的分水岭,薪酬决策者“被迫”更加关心公司股东如何看待其确定的薪酬政策及其实践,股东在公司薪酬治理中的投票权益将增加,管理层与股东及其薪酬顾问在薪酬问题上的对话势必增强。<sup>[29]</sup>

不过,立法者所强调的“劝告性”投票权立法旨在为股东提供表达意见的机会、董事的信义义务不会因此增加或被改变的说辞似乎不足以打消反对者的疑虑。他们担心“劝告性”投票权(一种允许股东变相介入公司薪酬决策的新规则)将冲击公司治理原则中业经确定的股东与董事的权力秩序。因为,赋予股东对高管薪酬的投票权,不管投票结果是“劝告性”抑或具有约束力,都有违股东所有权与董事会控制权分离这一现代公司法赖以发展的基本前提——在现代公司法框架内,决定高管薪酬被认为是一项日常的公司事务,其应当属董事会权限。<sup>[30]</sup>总之,在反对者看来,“劝告性”投票权无异于授予股东薪酬决策权,这自然会损害董事会权力。<sup>[31]</sup>而且,董事会的裁量权一旦受到股东干预,

---

[28] See James F. Cotter et al., *The First Year of Say-on-Pay Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, 81 *Geo. Wash. L. Rev.* 2013, p.967, p.992.

[29] See Randall S. Thomas et al., *Dodd-Frank's Say-on-Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance*, 97 *Cornell L. Rev.* 2012, p.1213, p.1256.

[30] See Michael B. Dorff, *Confident Uncertainty, Excessive Compensation & The Obama Plan*, 85 *Ind. L. J.* 491, 2010, pp.543-544.

[31] See Stephen M. Bainbridge, *Executive Compensation: Who Decides?*, 83 *Tex. L. Rev.* 2005, p.1615, p.1654.

公司的决策效率将随之减损。<sup>[32]</sup>或许是出于对董事会职权可能受损的担忧,“劝告性”投票权在一些国家入法时曾受遭遇强烈反对。例如在德国,鉴于公司治理实行的是有公司雇员代表参与的“共决制”,因此,以德国工会为代表的利益集团向来反对大型公众公司内部治理模式的变革,尤其是那种可能导致“共决权”受到损害的改革,而股东被授予“劝告性”投票权即被认为是损害了监事会职权。<sup>[33]</sup>尽管反对声音犹在耳,但并未阻却公司立法者对“劝告性”投票的青睐,甚至有学者呼吁应把“劝告性”投票修改为具有约束力的投票规则,以强化股东在薪酬治理中的“话语权”。果真如此,董事的薪酬决策权受到挤压不可避免。事实上,不少国家公司法已经或正在考虑这样做,如瑞士、德国、英国等。总之,公司法的传统制度安排尤其是股东与董事间原有权力秩序面临重新洗牌的挑战,而以机构投资者崛起为背景的“股东积极主义”(Shareholder Activism)新时代似乎已让这一切变得水到渠成,预示着公司控制权结构的重大变革尤其是股东大会中心主义的复归。

### 3. “劝告性”投票能否提升薪酬对业绩的敏感度

业绩薪酬曾被认为是一项能同时兼顾高管与股东利益的薪酬激励计划,能有效降低因不当激励导致的代理成本问题。对此,管理层权力论指出,公司高管虽在业绩薪酬的外衣下成功获得丰厚报酬,但事实上,因受高管影响,董事会决定支付给高管的大部分额外收益与其表现几乎毫无关联,股东并未获得相应的回报。<sup>[34]</sup>因此,他们认为,“劝告性”投票权能抑制高管薪酬的螺旋式上升,促使高管薪酬决策者重视

[32] See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance* (UCLA, School of Law Research Paper No. 02 - 06), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=300860](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300860).

[33] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, pp. 376 - 421.

[34] See Charles M. Yablon, *Bonus Questions - Executive Compensation in the Era of Pay for Performance*, 75 Notre Dame L. Rev. 1999, p. 271, pp. 273 - 274; see also Andrew L. Bethune, *An Efficient “Say” on Executive Pay: Shareholder Opt - in as a Solution to the Managerial Power Problem*, 48 Hous. L. Rev. 2011 - 2012, p. 585, pp. 592 - 594.

股东的意见,从而放弃或修改一些过于慷慨的薪酬安排。<sup>[35]</sup>作为回应,反对者先是反对所谓的高管薪酬危机的通行看法。相反,他们认为CEO们的薪酬随着股东变得更加富有而水涨船高,高管薪酬与公司业绩是正相关的。<sup>[36]</sup>随后,他们强调,“劝告性”投票增加了公司运营成本,因为公司与股东洽商薪酬问题时通常需借助薪酬顾问。况且,没有证据表明,“劝告性”投票在促进薪酬与业绩关联度方面获得的益处高于因执行这一制度而增加的成本。<sup>[37]</sup>虽然言之凿凿,但以下两点似乎被反对者忽略了:其一,“劝告性”投票的益处并非仅仅是提升高管薪酬对公司业绩的敏感度,还包括股东因此获得的更多参与公司事务的权利与机会,这已超越高管薪酬这一问题本身;其二,实践表明,“劝告性”投票权入法后,高管薪酬对公司业绩的敏感度确实得以提高,并因此获得绝大多数股东的支持。

当然,有一点必须承认,那就是“劝告性”投票权入法后似乎未能阻止高管薪酬的上涨趋势。例如,金融危机后,美国上市公司高管平均薪酬不仅没有减少,反而在2008~2010年间上涨了37%。<sup>[38]</sup>英国的情况与美国类似,“劝告性”投票权也未对高管薪酬水平及增长率构成实质影响。<sup>[39]</sup>这一结果为反对者提供了抨击“劝告性”投票权的有力论据,悲观者甚至认为,美国引入“劝告性”投票制度是个不可靠的选择。<sup>[40]</sup>不过,鉴于高管薪酬水平与增长率主要还是受市场力量支配,因

---

[35] See Lucian A. Bebchuk & Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 Geo. L. J., 2010, p. 247, p. 276.

[36] See Stephen M. Bainbridge, *Is "Say on Pay" Justified?*, 32 Regulation 42, 2009, p. 44; Stephen M. Bainbridge, *Dodd - Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 Minn. L. Rev., 2011, p. 1779, pp. 1809 - 1810.

[37] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, pp. 376 - 421.

[38] See Subodh Mishra, *Stocking Up: Post - Crisis Trends in U. S. Executive Pay*, 2012, available at [http://www.isscorporateservices.com/sites/default/files/images/ISS\\_WhitePaper\\_Stocking\\_Up.pdf](http://www.isscorporateservices.com/sites/default/files/images/ISS_WhitePaper_Stocking_Up.pdf).

[39] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say - on - Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

[40] See Jeffrey N. Gordon, *"Say on Pay" Cautionary Notes on the UK. Experience and the Case for Shareholder Opt - in*, 46 Harv. J. On Legis., 2009, p. 323, p. 325, p. 341.

此,公司高管领取的丰厚薪酬只要与公司业绩相匹配就能被投资者、监管者与立法者所容忍,<sup>[41]</sup>而且,大多数股东不会一味反对高管薪酬水平的增加,即便股东投出“反对”票,高管薪酬上涨也非其主要考虑因素。<sup>[42]</sup>因此,如果“劝告性”投票的初衷是降低高管的畸高薪酬,那么,投票结果或许是令人沮丧的。<sup>[43]</sup>但是,“劝告性”投票权入法的成功之处在于促进了公司薪酬治理的成效,增加了高管薪酬对公司业绩的敏感度,抑制了遣散费用、包税薪酬等争议性薪酬安排。

此外,理论界还对第三方尤其是投票顾问会否因劝告性投票而获得不当影响力相持不下。劝告性投票正常运行的一项前提条件是股东有能力鉴别薪酬方案的质量高低且能与董事会就其偏好进行沟通。然而,薪酬安排即便对薪酬委员会这一专业机构而言都是一项艰巨的任务,更不用说对专业能力不足的中小股东了——他们缺乏必备的专门知识甚至根本没有获取此种知识的内在需求。<sup>[44]</sup>由此一来,中小股东要么因缺乏对薪酬构成及其差异的鉴别能力从而在投票“赞成”或“反对”时显得盲目;<sup>[45]</sup>要么借助投票顾问。投票顾问影响力可见一斑。<sup>[46]</sup>问题是,投票顾问的影响是好是坏?一方认为,一旦投票顾问既

[41] See Jeremy Ryan Delman, *Structuring Say-on-Pay: A Comparative Look at Global Variation in Shareholder Voting on Executive Compensation*, Colum. Bus. L. Rev., 2010, p. 583, pp. 599-600.

[42] See James F. Cotter et al., *The First Year of Say-on-Pay Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, 81 Geo. Wash. L. Rev., 2013, p. 967, p. 993.

[43] See Louis Truong, *Say-on-Pay With Bite: Shareholder Derivative Suits on Executive Compensation*, 65 Hastings L. J., 2014, p. 1191, p. 1202.

[44] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say-on-Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

[45] See James F. Cotter et al., *The First Year of Say-on-Pay Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, 81 Geo. Wash. L. Rev. 2013, p. 967, p. 975.

[46] 例如,一项关于美国2012年投票结果的研究表明,当投票顾问提议投“反对”票时,股东对高管薪酬议案的平均反对票比例达35%,当投票顾问提议赞成时,股东的平等支持率高达95%;与此同时,薪酬决策者开始重视投票顾问所谓的“最佳实践”,一旦预料到投票顾问提出不利的投票建议,董事会就会适时修改高管薪酬方案,以至于关涉高管薪酬的披露、准则及薪酬构成等诸多方面均受到投票顾问的影响。See Louis Truong, *Say-on-Pay With Bite: Shareholder Derivative Suits on Executive Compensation*, 65 Hastings L. J., 2014, p. 1191, p. 1207.

为股东提供投票建议、同时又为公司制定薪酬政策等提供咨询时,利益冲突势所难免。<sup>[47]</sup>因此,薪酬决策权转移并非一定有利于股东,真正受益的可能是那些身兼股东投票顾问与公司治理顾问之职的投票顾问。<sup>[48]</sup>另一方指出,在投票顾问帮助下,股东将协调一致地监督管理层并因此降低代理成本。而且,投票顾问创设并定期修订“劝告性”投票的行事指南,这不仅能培育“股东积极主义”,也有助于机构股东行权时履行其信义义务。<sup>[49]</sup>

### 三、“劝告性”投票权规则的适用及效果考察

#### (一)“劝告性”投票获得高支持率的原因分析

“劝告性”投票权的入法随即成为上市公司股东影响高管薪酬决策的有力杠杆。

在英国,一份研究样本为245家较大上市公司的实证研究表明,高管薪酬安排获得了绝大多数股东的支持。“劝告性”投票权入法后的第一个投票季,“反对”(否决加弃权)票平均比例为14.6%,仅有3家公司“反对”票超过50%,65家公司的“反对”票超过20%——一个被认为是股东实质性“反对”的临界点。<sup>[50]</sup>一年后,“反对”票超过50%的三家公司,在2004年投票季中的平均“反对”票比例由60.4%大幅下降至9.5%;“反对”票超过20%的65家公司平均的“反对”票比例由

---

[47] See 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, 2009, p. 323, p. 326.

[48] See Stephen M. Bainbridge, *The Corporate Governance Provisions of Dodd - Frank*, ENGAGE, Dec. 2010, available at [http://www.fed-soc.org/doclib/20101223\\_BainbridgeEngagell.3.pdf](http://www.fed-soc.org/doclib/20101223_BainbridgeEngagell.3.pdf).

[49] See James F. Cotter et al., *The First Year of Say-on-Pay Under Dodd - Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, 81 Geo. Wash. L. Rev, 2013, p. 967, p. 973.

[50] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say-on-Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

30.6%降至11.6%，“反对”票比例超过20%的仅9家公司。<sup>[51]</sup>此后，高管薪酬报告被股东彻底“否决”的公司数量极为稀少，只是2008年爆发的金融危机爆发使“劝告性”投票的氛围发生变化，不满高管薪酬安排的股东数量有所上升。<sup>[52]</sup>那么，高管薪酬为何获得如此高的支持率呢？首先，股东通常把薪酬安排看作是市场力量博弈的结果，除非这一机制无法发挥作用，否则，他们就不会反对。<sup>[53]</sup>其次，薪酬决策者意识到股东的力量，对他们的关切给予了积极回应：一是调整那些可能导致不适当薪酬的条款，如限制过高的遣散费、把股票期权行权与严格的业绩目标挂钩；二是将股票期权转变为受限的股票（restricted stock）或受限的股票期权（restricted stock options），权利人在离职后的等待期内不得出售；三是重新聘请薪酬顾问提供独立评估意见或事先与主要股东就薪酬问题进行商洽。<sup>[54]</sup>

在德国，赋权型“劝告性”投票曾被认为是“没有牙齿的老虎”，因为一方面，将“劝告性”投票列入股东大会议程并非公司监事会或董事会的法定义务；另一方面，股东虽有权选择是否需要对手管薪酬进行“劝告性”投票，但行使该权利的条件过于严苛。<sup>[55]</sup>但实际上，“劝告性”投票权入法后的第一年，一份研究样本为德国排名前30的上市公司的研究表明，其中的27家公司都自发将高管薪酬方案交由股东大会投票表决，这表明是其他现实力量而非法律义务促使公司董事会把高

[51] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say-on-Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

[52] See Tyler Huddleston, “Say on Pay” in the Dodd – Frank Act: Implications of the Results in the United Kingdom, 11 Wash. U. Global Stud. L. Rev. 483, 487 (2012).

[53] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

[54] See Fabrizio Ferri & David Maber, *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* (Harvard Bus. Sch. Working Paper, 2009), available at <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2009/808.pdf>.

[55] See Marvin Vesper – Grasko, “Say on Pay” in Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, 14 German L. J., 2013, p. 749, p. 785.

管薪酬问题列入股东大会议程。<sup>[56]</sup>究其原因,首先归因于上市公司良好的投资者政策,对那些熟悉“劝告性”投票的投资者而言,他们显然会考虑公司是否会为其提供投票的机会,这对公司而言是无形的压力;其次,从监事会的立场出发,如果股东投票赞成高管薪酬方案,监事会承受的公众压力以及证明高管薪酬正当性的职责就会大大降低。<sup>[57]</sup> 鉴此,监事会也乐于对董事会是否把薪酬方案列入股东大会会议程事宜施加影响。另外,与英国相似,为使高管薪酬安排赢得更多股东支持,德国上市公司的监事会与董事会开始在股东大会召开前积极与大股东协商。此举一方面降低了薪酬安排不被大多数股东接受的风险;另一方面,股东的介入犹如“达摩克利斯之剑”对监事会与董事会的薪酬决策产生了间接影响,促使后者提前把薪酬政策及薪酬安排向股东披露并基于公司的最佳利益小心谨慎地行事。<sup>[58]</sup>

在美国,研究表明,在2011年投票季中,超过2200家规模较大上市公司进行了“劝告性”投票,其中,超过70%的上市公司高管薪酬安排获得了超过90%的支持率,超过90%的上市公司的高管薪酬安排获得了70%的支持率,平均支持率高达91.2%。<sup>[59]</sup> 高支持率的一个重要原因被认为是薪酬决策者受到股东投票的压力,因而在投票前便修改了薪酬安排并适时披露,最大程度降低了高管额外津贴与离职补偿等非业绩薪酬,增加高管薪酬对公司业绩的敏感度。<sup>[60]</sup> 相反,那些回报率低但高管薪酬却非常高的公司(37家公司,约占总数的1.6%) 在“劝

---

[56] See Marvin Vesper - Graske, "Say on Pay" in Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, 14 German L. J., 2013, p. 749, p. 770.

[57] See Marvin Vesper - Graske, "Say on Pay" in Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, 14 German L. J., 2013, p. 749, p. 786.

[58] See Jan Lieder & Philipp Fischer, the Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective, ECFR 2011, 376 - 421, at 402 - 403.

[59] See James F. Cotter et al., The First Year of Say - on - Pay Under Dodd - Frank: An Empirical Analysis and Look Forward, 81 Geo. Wash. L. Rev., 2013, p. 967, p. 979.

[60] See Russell Miller & Yonat Assayag, SOP Drives Compensation Program Changes to Enhance Pay/Performance Link, Director Notes, Sept. 2011, available at <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=TCB-DN-V3N18-11.pdf&type=subsite>.

告性”投票中遭遇失败——支持率在 50% 以下。<sup>[61]</sup> 总体上, 2011 年投票季中, 绝大多数股东对高管薪酬安排是满意的, 因此, 他们未在任免问题上向董事会薪酬委员会成员发难——2011 年投票季中改选遭遇失败的董事人数是 2007 年以来最少的一年; 相反, 那些遭遇投票失败的公司的薪酬委员会成员就没有如此好运了, 他们在选举时获得支持率平均仅 13.5%, 如此低的支持率显然对这些董事构成了压力。<sup>[62]</sup>

虽然绝大多数公司高管薪酬安排在 2011 年投票季中获得了压倒多数的股东支持, 但在“劝告性”投票的压力之下, 薪酬决策者仍认为有必要采取一些防范性措施——如增强“薪酬讨论与分析报告”的披露并使其更加通俗易懂、用额外的征集材料回应投票顾问提出的不利建议、积极与股东尤其是机构投资者及其投票顾问洽、重估公司的薪酬及治理实践、完善薪酬政策、修改薪酬安排如用与股东回报挂钩的股票奖励取代现金激励——以提高股东对高管薪酬安排的支持度。<sup>[63]</sup> 那些在薪酬投票中遭遇“失败”的公司更觉得有必要修改薪酬安排, 采取了提高基于长期激励的薪酬份额, 取消遣散协议中包税薪酬做法等措施。经此修改, 除极少数公司外, 绝大多数公司高管薪酬安排在随后的“劝告性”投票中再次获得压倒多数的股东支持,<sup>[64]</sup> 就连那些在 2011 年投票季中遭遇“失败”的公司几乎都在 2012 年投票季中赢得了绝大多数股东的支持,<sup>[65]</sup> 这与英国“劝告性”投票权入法后不久股东投票情况非常相似, 同时也表明, 股东尤其是机构投资者在公司治理中的作用

[61] See Randall S. Thomas et al., *Dodd - Frank's Say - on - Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, 97 *Cornell L. Rev.* 2012, p. 1213, p. 1250.

[62] See Randall S. Thomas et al., *Dodd - Frank's Say - on - Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, 97 *Cornell L. Rev.* 2012, p. 1213, p. 1260.

[63] See James F. Cotter et al., *The First Year of Say - on - Pay Under Dodd - Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, 81 *Geo. Wash. L. Rev.* 2013, p. 967, pp. 998 - 999.

[64] See Louis Truong, *Say - on - Pay With Bite: Shareholder Derivative Suits on Executive Compensation*, 65 *Hastings L. J.* 2014, p. 1191, p. 1205.

[65] See Louis Truong, *Say - on - Pay With Bite: Shareholder Derivative Suits on Executive Compensation*, 65 *Hastings L. J.* 2014, p. 1191, p. 1204.



得以增强,[66] 高管薪酬决策者则开始重视股东们的意见并与他们积极商洽。

总之,一方面,股东们正敏锐地洞察、识别与高管薪酬相关的问题、投票‘否决’那些回报率低、业绩不佳、会计质量不高的公司所确定的过于丰厚的薪酬安排;[67] 但另一方面,即便股东认为高管薪酬安排存有疑问,但只要管理层对股东的关切给予应有的重视并努力解决其间的问题,那么,股东们通常都会予以支持。因此,“低反对率是一个积极信号,它表明股东们正在谨慎并负责任地行使‘否决权’”。[68]

## (二) 失灵的“劝告性”投票与股东派生诉讼

事实上,“劝告性”投票遭遇“失败”的公司并不全都依股东意见修改了薪酬安排。相反,部分公司薪酬决策者选择了漠视股东的“反对”票,并拒绝修改高管薪酬安排。这给股东带来了挑战——要不要接受董事会这一态度?表面上,股东似乎只能接受这一事实,因为“劝告性”投票规则规定,“反对”票没有约束力。但实际上,无奈的股东们开始动用派生诉讼这一“利器”来增强“反对”票的法律意义——他们以高管薪酬安排未获多数股东支持为由提起派生诉讼,追诉董事违反信义义务之责。只是,截至目前,以“劝告性”投票结果为诉由提起的派生诉讼的数量非常有限。例如,在美国 2011 年投票季中约有 40 家公司薪酬安排遭到大多数股东的投票反对,但只有 7 家公司的股东基于 52% 到 70% 不等的“反对”票比例提起了派生诉讼。[69] 而且,在结果上,大多数法院驳回了原告股东的诉请。

提起派生诉讼的股东大都认为,董事决定向公司高管支付天价薪

---

[66] 譬如,在英国,两个主要的机构投资者组织——英国保险协会与英国养老金联合会,就制定了最佳薪酬实践指南。See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say-on-Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, 376–421, at 401.

[67] See Marinilka B. Kimbro & Danielle Xu, *Shareholders Have a Say on Executive Compensation: Evidence from Say-on-Pay in the United States*, Apr. 2013, available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2209936](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2209936).

[68] See Lisa M. Fairfax, *Sue on Pay: Say on Pay's Impact on Directors' Fiduciary Duties*, 55 Ariz. L. Rev. 1, 2013, p. 36.

[69] See William A. Nelson II, ESQ., *Ending the Silence: Shareholder Derivative Suits and Amending the Dodd-Frank Act so "Say on Pay" Votes May Be in the Boardroom*, 20 U. Miami Bus. L. Rev. 2011–2012, p. 149, pp. 171–172.

酬与股东的最佳利益不符,有违“商业判断规则”中董事应为股东最佳利益服务这一法律推定。例如,在 *NECA - IBEW Pension Fund v. Cox* 案中,在公司 2010 年净收入下降 6130 万美元、每股收益由 0.37 美元将至 0.09 美元、股价由 3.45 美元降至 2.80 美元的情况下,董事会仍决定为高管加薪;而且,公司董事会对约 66.7% 的股东在 2011 年投票中对高管薪酬安排投下的“反对”票未予理会。为此,股东们以高管薪酬安排未获多数股东支持为由向法院提起股东派生诉讼,声称公司董事会违反了信义义务。俄亥俄联邦法院强调,董事会设计、批准的备受质疑的薪酬安排在股东表决中遭到大多数股东反对,这一事实足以让人怀疑这些董事在薪酬安排问题上是否履行了信义义务。据此,审理法院认定,“劝告性”投票未获多数股东支持足以排除“商业判断规则”的适用。<sup>[70]</sup>但是,该法院的观点并未被其他审理同类案件的法院所接受。相反,它们大都认为,董事会的薪酬决策本质上属“商业判断”,单单是投票未获多数股东支持并不能说明董事会未遵照“商业判断规则”。<sup>[71]</sup>这顶多证明,董事会与股东在高管薪酬安排问题上的意见不一而已,更重要的是,高管薪酬的决策权向来是属于董事会而非股东,这是公司法普遍接受的原则。<sup>[72]</sup>而且,根据“劝告性”投票权立法之本意,“董事会并无根据股东投票结果重新评估高管薪酬安排之义务,而且,立法者强调,不得利用股东投票结果来推翻董事会薪酬决议。因此,董事会没有根据‘劝告性’投票结果修改高管薪酬安排既不会引致任何的个人责任,也不表明董事会不能客观评估激发诉讼的缘由”。<sup>[73]</sup>

不得不承认,大多数法院对股东挟不利投票结果来推翻董事会在

---

[70] See *NECA - IBEW Pension Fund ex rel. Cincinnati Bell, Inc. v. Cox*, No. 1; pp. 11 - 451, 2011 WL 4383368, (S. D. Ohio. Sept. 20, 2011).

[71] See *Laborers' Local v. Intersil*, 868 F. Supp. 2d 838, 849 (N. D. Cal. 2012); *Plumbers Local No. 137 Pension Fund v. Davis*, Civ. No. 03:11 - 633, 2012 WL 104776, at 8 (D. Or. Jan. 11, 2012); *Robinson Family Trust v. Greig*, No. 5:12 - 1713, 2013 WL 1943330, at 5 (N. D. Ohio May 10, 2013); *Charter Twp. of Clinton Police & Fire Ret. Sys. V. Martin*, 162 Cal. Rptr. 3d pp. 300, 313 - 14 (Cal. Ct. App. 2013).

[72] See *Benefit Fund v. McCarthy*, No. 2011 cv 197841, 2011 WL 5 113531, (Ga. Super. Ct. Sept. 16, 2011).

[73] See *Raul v. Rynd*, 929 F. Supp. 2d, pp. 333, 346 (D. Del. 2013).

薪酬安排上的“商业判断”持否定态度。然而,这并不表明“商业判断规则”总能保护董事会的高管薪酬决策。虽然法律授予董事会充分权力以决定高管薪酬,但董事会在薪酬决策方面享有的裁量权是有外部限制的,尤其是董事会确定的高管薪酬如此之高以至于被认为不合理且构成浪费之际,法院就会把“劝告性”投票看作是阻止公司董事会确定高管薪酬时滥用其裁量权的有效手段了。<sup>[74]</sup>因此,如果股东能够证明董事:(1)行为居心不良;(2)违反忠实义务,譬如自我交易或获取不适当个人利益;(3)未能谨慎行事;或(4)所为行为浪费公司资产,<sup>[75]</sup>那么,掀开“商业判断规则”的保护罩并非不可能。只是,这对股东而言是个很高的证明标准,尤其是当薪酬决策者由独立董事担任的情况下更是如此。其实,董事的信义责任中理应包含适当考虑股东关切——“劝告性”投票便是这种关切的重要体现,法院在分析董事是否履行这一责任时,股东投票结果自然而然应成为一个衡量指标。事实上,薪酬安排遭致法院反对的基本上都是那些对股东关切不予理会的公司。因此,股东派生诉讼虽佐证了“劝告性”投票权脆弱的一面,但同时,股东派生诉讼的威胁将增强“劝告性”投票的影响——为避免诉累,董事会对股东关切给予应有重视的可能性将大大提高。<sup>[76]</sup>可见,股东派生诉讼对弥补“劝告性”投票权制度的内在缺陷——当公司拒绝根据投票结果修改薪酬政策或薪酬安排时,立法者未提供相应的救济手段——具有重要意义。这或许是法院重塑信义义务以及与高管薪酬争论有关的法律的绝佳机会,法院可据此享有对高管薪酬有限但却是至关重要的监督职权并向社会传达其对可予接受的高管薪酬的明确态度。<sup>[77]</sup>

---

[74] See Louis Truong, *Say - on - Pay With Bite: Shareholder Derivative Suits on Executive Compensation*, 65 *Hastings L. J.*, 2014, p. 1191, p. 1215.

[75] See Mark A. Metz, *Say What!?! Results of the Year of Mandatory “Say on Pay” in the United States and Related Litigation*, 12 *J. Bus. & Sec. L.*, 2011 - 2012, p. 281, p. 289.

[76] See Lisa M. Fairfax, *Sue on Pay: Say on Pay’s Impact on Directors’ Fiduciary Duties*, 55 *Ariz. L. Rev.* 1, 2013, p. 42.

[77] See Lisa M. Fairfax, *Sue on Pay: Say on Pay’s Impact on Directors’ Fiduciary Duties*, 55 *Ariz. L. Rev.* 1, 2013, p. 51.

#### 四、“劝告性”投票权立法对我国的借鉴意义

一方面,以对冲基金为代表的机构投资者崛起使“股东积极主义”再次兴盛,股东监督的实现形式开始从“用脚投票”转向“用手投票”,人们对股东监督再次抱以殷切的期待。另一方面,立法者实现了公众要求股东在薪酬决策中扮演更积极角色的主张,赋予了股东对高管薪酬的“劝告性”投票权,突破了股东不干涉高管薪酬决策的常规。从大多数国家的实践看,立法者只希望授予股东一项不具有约束力的薪酬建议权,以充分尊重公司当事人的合同自由,而非通过这一立法对高管薪酬实践构成政治或公共控制。<sup>[78]</sup> 股东认真对待并谨慎行使这一权利为阻止不合理的薪酬提供了可能:为避免在“劝告性”投票中遭遇尴尬,公司董事会将不得不在薪酬政策制定及薪酬结构设计等问题上与股东商讨,这对促进公司董事的问责制、抑制争议性的薪酬安排多有助益,一种新型的薪酬协商机制或将因此成型。总之,就其功效而言,“‘劝告性’投票权不仅激发了股东更加关心高管薪酬问题,而且,公司管理层也开始重视股东们对高管薪酬安排的关切”。<sup>[79]</sup> 当然,“劝告性”投票并非灵丹妙药。域外实践表明,其在阻止高管薪酬持续上涨方面的成效并不显著。说到底,决定高管薪酬高低的决定性因素依然是市场这一内在机制。但瑕不掩瑜,“劝告性”投票仍不失为一种可供股东用以阻止高管获取不合理薪酬的“利器”。

高管薪酬问题并非国外独有。研究表明,中国上市公司高管薪酬问题同样突出。譬如,高管薪酬整体涨幅远高于公司利润增长水平、尤其是高管薪酬与公司业绩关联度低,相当多的国有上市公司高管薪酬

---

[78] See Jan Lieder & Philipp Fischer, *The Say - on - Pay Movement—Evidence From a Comparative Perspective*, ECFR 2011, pp. 376 - 421.

[79] See Randall S. Thomas et al., *Dodd - Frank's Say - on - Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, 97 *Cornell L. Rev.* 2012, p. 1213, p. 1265.

与经营业绩无关,甚至在公司利润下降时薪酬仍在上涨。<sup>[80]</sup> 公众对这一问题多有抱怨。面对愈演愈烈的高管薪酬风波,一系列针对国有及国有控股公司的“限薪令”或相关薪酬监管措施接连公布实施。<sup>[81]</sup> 政府主管部门针对国有或国有控股企业专门制定薪酬监管措施有其合理性:一方面,这些企业负责人的薪酬高低不便或很难通过市场调节;另一方面,这些企业负责人享有某种额外且隐性的政治激励,若再获取丰厚薪酬尤其是过高的非业绩薪酬,势必引起社会对收入分配不公的担忧与争议。但问题是:首先,上述“限薪令”在本质上属行政性措施而非法律标准,其实,只要能反映公司业绩,高管薪酬高或低本应是一个由市场决定的问题;其次,非国有公司不属“限薪令”调整对象,且现行立法更多是通过披露来实现股东对高管薪酬的监督,这些不足以解决高管薪酬适当性尤其是高管薪酬对业绩的敏感度问题。实践表明,仅靠公司法或证券法上的披露义务很难阻止高管获取天价薪酬(但这并非说明薪酬披露不重要。相反,充分披露是股东薪酬监督权落到实处的基本前提)。此外,董事、监事的薪酬虽由股东决定,但对董事、监事外的公司高管的薪酬,股东恐怕就一筹莫展了,因为后者属于董事会法定职权。且不说董事会能否与公司高管就薪酬问题进行公平交易,一旦董事会成员兼任公司高管,那么,所谓的公平交易极可能演变为“自定薪酬”。研究表明,当董事会存在两职合一情形时,CEO 薪酬平均要

---

[80] 参见朱羿锟:“论高管‘问题薪酬’的董事问责”,载《现代法学》2010年第4期;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”,载《法学》2012年第12期;蒋建湘:“国企高管薪酬法律规制研究”,载《中国法学》2012年第1期;骆舒晴、廖志敏:“中国上市公司高管薪酬的法律介入”,载《上海金融》2014年第7期。

[81] 例如,2007年国资委发布的《关于加强中央企业负责人第二业绩考核任期薪酬管理的意见》及2008年发布的《中央企业负责人年度经营业绩考核补充规定》、2009年人力资源和社会保障部等部门联合发布的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》、2009年财政部发布的《金融类国有及国有控股企业负责人薪酬管理办法》(征求意见稿)等。此外,中共中央政治局于2014年还审议通过了《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》。该方案已于2015年1月1日起实施,其不仅是“限薪令”,还着眼于薪酬结构的调整与优化。

高出 20% ~ 40%。<sup>[82]</sup>可见,“自定薪酬”问题并非杞人忧天。因此,如何对董事会薪酬决策权施加影响自然而然就成为公司法中一个亟待解决的问题。“劝告性”投票权立法正是域外一些国家解决公司法中高管薪酬监管缺陷的良好示范,我国公司法亦可借鉴这一经验来解决上市公司股东对高管薪酬的监督问题。

首先,公司法可要求上市公司的薪酬决策者在决定自己薪酬及 CEO 等高管薪酬时,应适用一套事先制定的薪酬决策程序及规则指南,并将其提交股东批准。同时,还应完善薪酬披露机制,要求在上市公司在薪酬报告中合理披露直接或间接授予董事及 CEO 等高管的薪酬,包括对固定薪酬、业绩薪酬以及基于长期激励的薪酬的分类说明,薪酬报告应经审计并在股东大会召开之前交股东以备其决策之用。

其次,为尊重公司法上现有薪酬治理安排,应坚持股东对高管薪酬的投票表决不具有约束力,同时把是否进行投票表决交由股东自行决定,即在董事会不把高管薪酬列入股东大会表决事项的情形下,持有公司一定比例股份的股东可要求举行该项投票表决之动议。原因在于:要求所有上市公司进行“劝告性”投票并非全是必要的,域外实践也表明,大部分上市公司在“劝告性”投票中都获得了绝大多数股东支持。由此,不必把股东投票表决作为强制性要求,而是赋予股东选择权,即当股东认为高管未经公平谈判而获得天价薪酬时,他们可选择进行“劝告性”投票或至少会威胁这么做。<sup>[83]</sup>这能避免“一刀切”方法给上市公司尤其是那些规模不大、面临不同治理与薪酬问题且不宜适用所谓“最佳薪酬实践”的公司带来额外成本,更不会对各公司根据自身实际制定薪酬政策构成障碍。<sup>[84]</sup>或许,会有人担心,让股东们自己决定是

---

[82] 参见杨青、陈峰、陈洁:“我国上市公司 CEO 薪酬存在‘幸运支付’吗——‘揩油论’抑或‘契约论’”,载《金融研究》2014 年第 4 期。

[83] See Andrew L. Bethune, *An Efficient “Say” on Executive Pay: Shareholder Opt - in as a Solution to the Managerial Power Problem*, 48 Hous. L. Rev., 2011 - 2012, pp. 585 - 611.

[84] See Andrew L. Bethune, *An Efficient “Say” on Executive Pay: Shareholder Opt - in as a Solution to the Managerial Power Problem*, 48 Hous. L. Rev., 2011 - 2012, pp. 585 - 615.

否进行投票可能遭遇“集体行动问题”的困扰,<sup>[85]</sup>但证据表明,在法律未作强制性要求的情形下,股东们达成进行“劝告性”投票的决议越来越多,他们不仅未消极对待自己享有的权利,<sup>[86]</sup>相反,股东正利用这种规则来应对公司面临的管理层权力问题。<sup>[87]</sup>不过,鉴于中国上市公司股权结构中普遍存在“一股独大”情形,因此,公司法应降低“劝告性”投票的启动门槛,譬如可规定单独或合并持有公司1%以上股份的股东即可要求对公司高管薪酬进行投票表决。对于投票结果,则可根据控股股东、机构投资者、中小股东之类别分别统计并公布,以“确保机构投资者和中小股东能有效表达自身对高管薪酬方案的态度”。<sup>[88]</sup>

---

[85] See Stephen M. Bainbridge, *Is “Say on Pay” Justified?*, 32 Regulation 42, 46, 2009.

[86] See Jeremy Ryan Delman, *Structuring Say-on-Pay: A Comparative Look at Global Variation in Shareholder Voting on Executive Compensation*, Colum. Bus. L. Rev. 583, 2010, pp. 604-605.

[87] See Andrew L. Bethune, *An Efficient “Say” on Executive Pay: Shareholder Opt-in as a Solution to the Managerial Power Problem*, 48 Hous. L. Rev. 585, 2011-2012, pp. 617-618.

[88] 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”,载《当代法学》2012年第4期。