



上市公司管理报酬 法律制度的理论与现实

杜 晶*

摘要 中国上市公司管理报酬实践呈现效用不明的特点。为了引导报酬制度走向有效激励，需要从理论上深入认识管理报酬的本质，并整合我国现有法律制度资源。受信义务诉讼是规制管理报酬的最主要手段之一，法官既要避免直接对报酬数额做出评判，又要发展出适当的审判规则。我国证监会颁布了新规则，加大了薪酬披露力度，披露重点则应转向对报酬结构、细节和决策过程的披露。我国上市公司应重塑监事会的监督权，监督薪酬委员会制定报酬计划过程的独立性。我国的机构股东应更积极地参与到上市公司管理报酬的制定当中去。

关键词 管理报酬理论 善意义务 薪酬披露 监事会 股东能动主义

引 言

公司管理层报酬向来是公司治理中的难点之一，近年来各国对管理报酬的研究更是有增无减。美国 SEC 前任主席 William Donaldson 曾言，“这个国家目前尚未解决的重大难题之一就是管理报酬以及它是确定的。”^{〔1〕} 有学者甚至声称，目前学界对管理报酬研究的热衷程度超过了管理报酬本身的上涨幅度。^{〔2〕} 纵观这些汗牛充栋的学术研究及讨论成果，可以发现对管理报酬的研究主要经历了以下阶段：

首先，在 20 世纪 90 年代，大多数研究都倾全力关注如何将管理报酬作为一种有效激励代理

* 清华大学法学院博士研究生。

〔1〕 Lucian Bebchuk & Jesse Fried *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004, p. 189.

〔2〕 See Kevin J. Murphy, Executive compensation, in O. Ashenfelter & D. Card (ed.), *Handbook of Labor Economics*, 1st ed., vol. 3, chapter 38, pp. 2485-2563, Elsevier, 1999. Also available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=163914>



人、协调公司管理者与所有者之间利益冲突的手段。^[3] 此时的管理报酬被视为是解决“代理问题”的济世良方，这是主流金融经济学家的观点。

其次，随着越来越高昂的报酬水平被披露，人们开始质疑这种高额报酬的合理性。为了证实或寻求其中的合理性，金融经济学家从最基本的“投入与产出”命题着手，以“公司业绩”作为衡量公司管理者是否“多劳多得、少劳少得”的标准，于是，对管理报酬的研究重点也逐渐转移到或肯定或反驳高管报酬到底有没有与公司业绩相连上。

因为这种对“投入—产出”关系的注重，人们也开始注意到管理报酬中的许多具体做法似乎没法用传统的“代理理论”进行解释，譬如，公司管理者经常会从公司得到大额酬金，但这些酬金与公司业绩甚至其个人努力完全无关。这无疑将一干学者逼入学术死角。于是有学者为解决此问题，提出管理报酬本身就是“代理问题”的一部分，管理报酬的设计实际上就是为了满足经理人“逐利”、“抽租”的自私目的，公司管理者获取巨额报酬是不劳而获；^[4] 也有学者认为现行的许多管理报酬制度安排不一定完全是经理人权力影响的结果，也许可以从社会学、人类行为学的角度进行更良性、更温和的解释，从而找到其他方面的解决途径。^[5] 可以说，当前对管理报酬的研究处于一种多视角多维度多层次的状况。

为什么管理报酬制度能引起各国学术界如此不曾减弱的热衷度？这个问题的背后实际上表明了管理报酬本身的特性——不可避免性及难以量化性。更重要的是，近年来管理报酬实践的一个重要趋势是：报酬额直线上涨。这也反应了为什么在众多西方发达国家当中，对管理报酬最关切、研究最多成果最显著的是美国学术界。在其他发达资本主义国家，管理报酬虽然也为学界和商业界所重视，但远未达到像在美国那样的程度。根本原因就是美国的公司高管报酬绝对水平远远高于其他国家。这与美国广泛应用股票期权、重视经理人的个人作用，及董事会行使主要监督权的独特公司治理制度是分不开的。

与此形成鲜明对比的是我国公司法中对管理报酬所涉条文甚少，与对其他公司治理命题的高频率探讨相比，对管理报酬法律制度理论的研究热度和实证考察相对较薄弱。这并不代表我国的管理报酬法律制度不存在问题。恰恰相反，这也许说明了我们对公司治理当中的管理报酬制度尚未充分认识，一个侧面证明就是：媒体批评高管报酬时总是单纯地将重点过多地放在个别公司管理者的报酬数字本身上面，忽略了管理者报酬背后的治理制度。如果说“管理报酬是解决代理问题的良药”这一神话在西方理论界和实践界已被拉下神坛；那么，在我国其却仍可能是一个“遥远的传说”，即：人们一方面通过辗转述说，仍然迷信管理报酬单方面对管理者的积极作用，另一方面又对实践中管理报酬与公司业绩的严重脱节表示出极大的困惑。^[6] 本文试

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

[4] See Olivier Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, What do Firms do with Cash Windfalls, 36 *J. Fin. Econ.* 337 (1994); David Yermack, Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, 52 *J. Fin.* 449 (1997); Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, Are CEO Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are, 16 *Q. J. Econ.* 901 (2001); Lucian A.rye Bebchuk & Jesse M. Fried, *supra* n.3.

[5] See Michael B. Dorff, The Group Dynamics Theory of Executive Compensation, 28 *Cardozo L. Rev.* 2025 (2007) .

[6] 相关媒体报道参见：“股价暴跌无碍高管拿‘天价高薪’？”，载 http://news.xinhuanet.com/comments/2008-03/26/content_7859641.htm；“银行高管‘利益自肥’的魅影如何剔除”，载 http://news.xinhuanet.com/comments/2008-04/09/content_7945482.htm；“国资委：央企高管行政任命与薪酬激励存在矛盾”，载 http://news.xinhuanet.com/newscenter/2008-08/14/content_9324205.htm；“亿元报酬企业却亏损 国企高管薪酬管理待规范”，载 http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-07/24/content_6420241.htm，登陆时间：2008年9月25日。

图对此进行探讨和解释。

一、中国上市公司管理报酬实践

管理报酬分为报酬水平和报酬结构两个要素。就上市公司管理报酬结构而言，根据成熟市场经济国家的经验，可以将管理者报酬分为四个部分：包括基本工资部分，奖金部分，福利部分，以及股票期权、限制性股票、股票增值权和业绩股票等股权激励部分。换言之，管理者报酬等于工资加短期激励（如奖金）加长期激励机制（如股票期权）加福利计划（如退休金）。这四者的比例大体上是 1:1:1:1。^{〔7〕} 在欧美发达国家，以股票期权为代表的股权激励计划基本占据整个报酬结构的一半以上，这种报酬结构直接造成了其高额的报酬水平。而我国的情况，概括为：我国上市公司的管理报酬水平在长时期的低廉后开始逐步上升，报酬结构在经历了长时期的单一基本工资后开始了短长期激励计划的共同运用。

其一，除却政治、经济环境等背景因素不谈，长期以来我国经理人的低报酬水平来自于管理报酬结构中缺乏长期激励计划。在人们的一般印象当中，中国上市公司高管报酬的绝对水平总的来说都是以“低廉”著称，特别是当与国外同等地位的职业经理人报酬水平相比时。实证研究可以证明，例如，我国董事、高管“零报酬”现象严重，高级管理人员持股水平偏低，“零持股”现象比较普遍。^{〔8〕}我国上市公司高级管理人员目前的薪酬机构仍然缺乏有效的激励作用。^{〔9〕}这源于中国的上市公司在很长一段时期内被视为国有企业的化身，国有企业改组并没有使国有企业公司治理得到根本改善，反而让上市公司承袭了原有国有企业糟糕的公司治理。^{〔10〕}体现在管理报酬上就是以政治激励替代物质激励，不注重长期激励机制。另外，相关制度及商业文化价值的缺乏使得企业对“人力资本”没有予以足够的重视，经理人市场长期不发达，而且无论是股东还是高级管理者对公司法中的受信义务都没有明确认识，即便是基本工资和奖金计划也有严格的限制。可以说，报酬结构直接决定了我国经理人薪酬在水平显示上的比较“低廉”。

其二，近年来股票期权等长期股权激励计划开始发挥作用，促使了中国近两年部分上市公司高管报酬的巨额上涨，这在实施了股权激励计划的国有控股上市公司中体现得特别明显。与民营上市公司相比，国有控股公司的管理报酬水平较低一些，这是治理环境不同的结果。一般来说，国有股作为第一大股东，在决定管理者报酬时，经常引入行政等级、健康记录等非绩效指标，高管报酬由组织部决定，而不是企业绩效。^{〔11〕}还有数据表明，国有控股上市公司在对高级管理人员建立市场化的薪酬激励机制上还留有“大锅饭”的痕迹。^{〔12〕}但是，根据上海荣正投

〔7〕 参见上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告（2006）：国有控股上市公司治理》，复旦大学出版社 2006年版，第 89页。

〔8〕 参见魏刚：“高级管理层激励与上市公司经营绩效”，《经济研究》2000年第 3期。

〔9〕 参见樊炳清：“上市公司经营者薪酬激励现状分析与对策分析”，《企业改革与发展》2002年第 11期。

〔10〕 See Cyril Lin, *Corporatisation and Corporate Governance in China's Economic Transition*, 34 (2) *Economics of Planning* 5 (2001) .

〔11〕 参见高雷、宋顺林：“高管报酬激励与企业绩效——来自中国上市公司的证据”，《财经科学》2007年第 4期。

〔12〕 参见前注〔7〕，上海证券交易所研究中心书，第 96页。



资咨询公司近年来公布的研究数据显示, 2006年首次出现了国有控股上市公司高管薪酬水平高于民营企业的现象。^[13] 主要原因即是 2006年证监会陆续颁发了《上市公司股权激励管理办法(试行)》《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》和《国有控股上市公司(境外)实施股权激励试行办法》我国上市公司中开始在高管薪酬中加入了限制性股票、股票期权等方式的长期激励计划, 促使了上市公司管理报酬水平的增长。

以上分析表明, 我国现有管理报酬实践既难说无效又难说有效。难说无效在于, 2006年的中国证券市场堪称“牛市”, 证券市场的繁荣造就了一部分高管高薪, 况且我国上市公司的管理报酬制度实际上才刚刚起步, 还有待市场进一步检验。难说有效在于, 实行股权激励后, 有的企业在亏损的情况下, 高管仍然连续几年获得几千万元甚至近亿元报酬。^[14] 高额报酬水平本身没有错, 但成熟市场经济国家的实践表明, 高额报酬总是与严格的外部监管及内部治理紧密相联的。因此, 对管理报酬予以深刻认识, 整合我国现有规制资源, 才能更好地促进其向“有效激励”发展。

二、管理报酬的本质分析: 国外学界的流行理论

对管理报酬研究至今, 有众多角度各异理论, 但万变不离其宗, 这些理论基本上都是在代理理论的基础上衍生发展而来的。根据代理理论, 不拥有公司全部股份的董事或经理并不承担他们管理公司决策的所有后果, 这就产生了“自利”的机会。为了促使董事或经理和股东的利益一致化, 就需要建立各种市场和合同机制来激励和监督董事和经理人员。在众多的激励和监督机制中, 公司高管报酬制度是非常重要的。一种。^[15] 在此, 股东是制度设计的目标人群, 董事会作为股东利益的代表与经理人进行“臂距谈判”, 通过管理报酬为经理人提供既节省成本又有效的激励机制。代理理论支持者以假设资本市场是有效的为基础, 用“报酬—业绩敏感度”(pay-performance sensitivity/PPS)来衡量管理报酬是否达到了有效激励的效果,^[16] 与业绩相关则是有效激励, 无关则激励无效。这种模式被视为解决代理问题的良策, 因此被誉为最优缔约模式。^[17]

但是, 经济学家在代理理论下所“设想”的“臂距谈判”并没有发生在现实生活的董事会中, 这几乎成了一个学者们长久以来的共识。^[18] 在管理报酬谈判中, 董事会的内部结构、权力分配、董事会与经理人之间的关系、公司的外部生存环境等因素均会产生不可忽视的作用, 而代理理论“最优缔约模式”的经济模型是不考虑这些社会化的因素的。有学者就认为, 既然公司高管在没有适当激励的情况下不会主动寻求股东价值的最大化, 那董事会也没有理由会主动致力于股东利益最大化, 董事的行为也会受到代理问题的影响, 这反过来又影响董事帮助解决

[13] 参见杨志刚:“调查报告: 2006年国企高管薪酬水平首次高于民企”, 载《中国证券报》2007年5月29日。

[14] 参见“亿元报酬企业却亏损 国企高管薪酬管理待规范”, 载 http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-07/24/content_6420241.htm, 登陆时间: 2008年9月25日。

[15] 参见郁光华:“从代理理论看对高管报酬的规范”, 《现代法学》2005年3月。

[16] See Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Performance Pay & Top Management Incentives 98 *J. POL. ECON.* 225, pp. 227~228 (1990).

[17] See *ibid.* R. G. L. Gibbons & Kevin J. Murphy, Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence, 100 *J. POL. ECON.* 468 (1999).

[18] See Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press, 1985, p. 313.

经理人与股东之间代理问题的能力。“管理报酬领域所凸显的问题，根源于董事会根本未能与经理人进行有效的臂距谈判。”^[19] 这即是以美国学者 Bebchuk 和 Fried 为代表的“经理人权力”理论。“经理人权力”理论从经理人的角度以批判的眼光分析现有报酬实践，认为 CEO 等管理层在决定董事职位时有决定性话语权，还能影响董事的报酬、津贴，在事实上处于一种凌驾于董事会的状态，董事为了自己的利益便会尽量避免与 CEO 就报酬事项发生龃龉，所以许多报酬安排的出现远非为了最大化经理人的努力；而唯一能让管理层有所收敛的是避免引起较大规模的社会公愤，因此他们会竭力使公司业绩与其巨额报酬之间的无关联性不要表现得太过明显。Bebchuk 和 Fried 重点批判了以传统股票期权为代表的长期股权激励计划，传统股票期权不能过滤掉那些因产业或总体市场趋势而产生的、但与经理人个人业绩无关的股票价格上涨。仅仅因为市场繁荣股票价格上涨，就支付给经理人大量的报酬。还有，经理人对抛售股票期权有极大自由权，可以自行解除激励，这些在最优缔约模式中都难以得到合理解释。“经理人权力”理论因而得出结论：传统股票期权的大量广泛应用，与经理人“自肥”、“抽租”互为因果。^[20]

美国学者 Murphy 作为代理理论支持者，对“经理人权力”理论中的主要观点进行了有力反驳。^[21] 他认为现有的管理报酬安排虽然有许多可疑之处是最优缔约模式无法解释的，但远没达到像“经理人权力”论所称的经理人“抽租”的程度。给高管带来巨额财富的传统股票期权是“经理人权力”论者所竭力批判的焦点，但 Murphy 的实证研究却表明传统期权并不仅仅是高管独享的“专利”，在美国公司中实际上是与普通员工进行利益分享的机制，这也是为什么传统期权能够“大行其道”的主要原因。^[22] 传统股票期权之所以现在带来诸多问题，主要是公司董事会在进行报酬安排的决策时，特别是在授予股票期权时，没有认识到期权背后真正的经济成本；他们认为期权是低成本甚至是无成本的。这种认知上的错误导致了期权被运用得过多过滥，间接造成了公司高管收入因为期权而暴涨。

“经理人权力”和“成本认知”论，都可以被视为代理理论的衍生，所遵循的都是传统金融经济学的研究视角。还有学者认同 Bebchuk 和 Fried 所称的现在高管报酬无效的结论，但认为如果从行为经济学的角度看，也许会有更温和的解释，这就是以学者 Dorff 为代表的“群体动力”理论。“群体动力”理论认为董事会是一个群体决策机构，群体决策有天生的缺陷，一是当个体或群体对某项决策缺乏必要信息时，他们就会依赖于领导人的行为，（即“群体思维”），包括一系列为了追求内部“和谐”所导致的决策特点。而董事会对于有效的报酬安排的信息是有限的，惯性思维的存在使他们不太可能去质疑常规的报酬机制，也不会考虑一开始大家都反对的报酬机制，甚至放弃咨询外部专家的机会。二是当一项决策正确与否没有明确的答案时，人们会相信群体总是会比个体拥有更多的信息，而忽视自己拥有的信息，即为“社会串联”。

“经理人权力”、“成本认知”和“群体动力”理论三者并非绝对非此即彼，只是在解释报

[19] Lucian Bebchuk & Jesse Fried *supra n. 1*, p. 201.

[20] For details See Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried & David I Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, 69 *U. Chi. L. Rev.* 751 (2002); Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried *supra n. 3*; Lucian Bebchuk & Jesse Fried *supra n. 1*; Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, The Growth of Executive Pay, 21 *Oxford Rev. Econ. Pol.* 283 (2005).

[21] See Kevin J. Murphy, Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options, 69 *U. Chi. L. Rev.* 847 (2002).

[22] 美国学者 Gordon 也曾表示过类似观点，参见 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.* 675, 685 (2005).



酬机制为何无效时的着眼点不同：“经理人权力”理论着眼于 CEO 扩张了的权力，认为当前 CEO 报酬之所以呈现无效状态，是因为 CEO 凌驾于董事或董事会之上，真正的臂距谈判根本没有发生，所以，以股票期权为代表的激励机制无法带来有效的激励效果，完全是经理人自身抽租、逐利导致的结果。“成本认知”论则在基本支持原有代理理论和“最优缔约论”的基础上，认为报酬安排的部分无效只是由于经理人和董事错误地估计了传统期权的成本而已，因为传统期权无须有任何现金支出，无须减少对外公布的业绩，所以经理人和董事们善意地相信这种期权是便宜的、甚至是无成本的，造成了传统期权的滥用、报酬的失效。“群体动力”理论着眼于报酬的决策过程，认为报酬机制失效的原因来自于董事会集体决策过程的内在缺陷：群体构成及决策过程中的一些特点阻碍了群体决策发挥本可胜于个人决策的优势。不同的理论着眼点，不仅表明视角不同，更预示着解决管理报酬无效方案上的差异性。

这种差异性首先表现在司法审判原则的采用上。代理理论可被视为公司法审判中最常被用到的“商业判断规则”的理论基础。在“最优缔约模式”下，公司所有者要雇佣一定的专业管理者为其运营、管理公司，并通过市场和合同以及法律机制（受信义务）对其进行约束，使得管理者为其利益最大化而决策。此时，法院基于对公司独立经营权的尊重，亦对公司董事会的决策表示尊重，只要还没有证据证明有“欺诈、恶意，及为自肥而为的自我交易”时，董事会的决议通常都会被法院支持，这即是“商业判断规则”。除非原告股东有证据证明该报酬安排构成“浪费”。“群体动力”理论和“成本认知”理论并没有从根本上怀疑以代理理论为基础的“商业判断原则”，虽然也认为管理报酬机制中可能有无效部分，但这种无效源于外在、客观的一些因素，如“群体动力”理论中的群体决策天生的缺陷，及“成本认知”理论中决策者对期权成本的认识不足，就主观上来看，作为谈判一方的董事（会）还是可能满足了在司法上受到“商业判断规则”保护的条件的。而“经理人权力”理论显然认为董事会与 CEO 之间有自利关系，而非与公司利益一致，董事与 CEO 之间就报酬事项的谈判不是“臂距”谈判，而是同谋者之间暧昧的纵容和默许。^[23] 在这种情况下，司法上对于失效的报酬安排的审查，可能就不单单需要原告股东证明董事会违反了注意义务、有重大过失或该报酬属于“浪费”，甚至可能需要进行“善意义务”^[24] 的审查，或包括忠实义务在内的受信义务的综合审查。

除了以上司法审判原则的差别，进一步分析，我们会发现对管理报酬本质的不同分析更影射了不同的公司治理改革措施。“经理人权力”理论就不仅支持让股东对特定的报酬安排享有决定权，还要求彻底改变董事选举受经理人影响或控制的现状，加大股东的权力，让董事直接依赖于股东而不是经理人。单从公司治理改革的意义上来说，“经理人权力”理论所提出的解决方案不仅是深刻的，更是相当激进的，因为这些治理机制方面的改变，带来的不仅是支撑董事会以“一臂之距”与经理人进行管理报酬谈判这样一个结果，而且会在更深的层面对整体公司治理带来全面性的影响。^[25] “成本认知”理论的改革方案则明显消极一些，其更注重相关制度的协调——如果要减少对成本的认知错误，就要求经理人和董事会正确认识到股票期权的真正的经济成本，改变期权授予现有的会计处理方法，消除会计法和税法上对待经理人和雇员期权

[23] See Michael B. Dorff *supra* n. 5, at 208; Lucian Bebchuk & Jesse Fried *supra* n. 1, pp. 80~86.

[24] “善意义务 (duty of acting in good faith)” 是美国特拉华州法院对迪斯尼系列报酬案进行审理时所阐述的一项新的受信义务内容。Brehm v. Eisner (In re Walt Disney Co. Derivative Litig.), 906 A. 2d 27 (Del. 2006).

[25] See Jeffrey N. Gordon *supra* n. 22, at 688.

的不对等做法。^[26]“群体动力”理论涉及面比“成本认知”理论更广，但不如“经理人权力”理论激进。如果说问题的根本不在于公司的权力分配有缺陷，而在于董事会作为一个群体在决策时会受制于习惯性思维和信息不均衡的话，那么无效的报酬安排显然更多的是董事会决策失败的结果，改革的重点就应该是如何提高董事及薪酬委员会成员对薪酬安排的正确认识、革新决策模式、引入新的信息扩散机制，却不见得要对公司权力分配进一步改进。

总的来说，这些研究从不同角度对高管报酬的无效作了解释，推动了管理报酬理论的发展。但是，研究的背景和论据多以美国为主，而对于中国上市公司管理报酬的研究，直接利用其中任一研究结论都是不可取的。实际上，因为我国同时存在国有控股上市公司和民营上市公司，公司治理环境不一致，三种理论对于中国管理报酬审判实践和公司治理革新都有一定的适用性。根据上海证券交易所 2006 年上市公司的抽样调查表明，^[27] 国有控股公司和民营公司的薪酬决策归属权，大多由“董事会和薪酬委员会”来行使，但其中比例性差异较大，民营上市公司的终极控制人因为明白其资源更受约束、外部环境更不确定，所以青睐于外部董事，将其作为重要的战略手段以提升民营上市公司董事会的治理能力，也因此民营上市公司基本上都是采用“董事会和薪酬委员会”来决定管理者报酬。然而，即使是由“董事会和薪酬委员会”来决定管理者报酬，也存在“成本认知”和“群体动力”问题。我国上市公司治理中还体现出表面化或实质化的“经理人权力”现象。当中国的资本市场成为真正“全流通”的环境时，控制股东会“……一方面其恶意‘圈钱’和直接占用等自利行为会受到一定抑制，另一方面它除了可能从与公司关联交易中转移收益外，还增加了利用其控制权从二级市场获取资本利得的通道，并谋求二者的平衡。这样，上市公司的大股东可能与上市公司高管和机构投资者相勾结……”。^[28] 这将会是中国“后股权分置时代”公司治理所必然要面临的主要问题之一。管理层一旦与大股东勾结，在不损及大股东利益的情况下，经理人将有越过董事会“自定薪酬”的权力。此点在民营上市公司中是比较明显的。

三、上市公司管理报酬的法律制度

我国对上市公司管理报酬的法律规定首先来自于公司法。《公司法》第 117 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。这一条奠定了要对股份有限公司管理者报酬进行信息披露的基调。同时，我国《公司法》第 148 条规定了董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务；第 150 条和 152 条规定了股东针对董事、监事、高级管理人员在执行职务时违反法律、法规、公司章程的规定、对公司造成损害的，得以提起派生诉讼。另外，关于管理报酬的信息披露、上市公司实施股权激励的程序等都可在中国证券监督管理委员会 2007 年颁布的《上市公司信息披露管理办法》和上海/深圳证券交易所《股票上市规则（2008）》等相关规定中找到。这些规定构成了我国上市公司管理报酬法律制度的基本框架。尽管目前我国的管理报酬法初具规模，并且监督管理机构也显示出了日益加强监管力度的决心，但问题依然存在。首先，公司法的规定过于粗放，致使法

[26] 美国公司在授予期权时不仅不在会计层面上引发任何费用（支出），期权被行使时反倒还能得到税法上的减免。

[27] 参见前注 [7]，上海证券交易所研究中心书，第 99~101 页。

[28] 广东证监局课题组：“后股权分置时代上市公司监管对策研究”，《证券市场导报》2006 年第 11 期。



院在管理报酬法中可得彰显的作用不明,构成仅靠证券监管机构监管之势;其次,从现有证券监管措施来看,对管理报酬的披露方向仍有改革的余地;最后,除了依靠正式的法律制度,还应挖掘和建立非正式制度。当然,现有管理报酬法律规则中也有闪光之处。下文将对这些方面进行分析和评价。

(一) 法院在管理报酬法律制度中的作用

法院在管理报酬法中的作用既是间接性的,又是决定性的。间接性源于法官审判能力有限,同时也是对公司内部专业人士商业决策的尊重。在审理管理报酬的案件时法院几乎很少直接评断报酬水平的高低,而是通过董事义务履行与否间接地在法律的层面上判断参与决策管理报酬的董事是否具有可责性。如果单从报酬水平上来评判管理报酬是否“恰当”,显然已经超出了司法审判的能力范围。因此,对法院来说,考虑经理人的报酬是否“恰当”的标准并非金融经济学家们常用的“报酬—业绩敏感度”。例如,根据证监会《上市公司治理准则》(2002)第70条规定,董事和经理人员的绩效评价由董事会或其下设的薪酬与考核委员会负责组织。另外,法院对管理报酬的判断虽然是间接的,但又是决定性的,因为这恰恰是法院将受信义务加诸于董事的重要实现方式。受信义务制度作为贯穿公司法始终的基础制度之一,其在司法上的审查标准既在一定程度上决定了公司治理的各项内容,又促进了公司治理向更优的方向进步,也影响并决定了外部监管机构的监管措施和力度,以及公司内部人的自治空间。

管理报酬作为公司中最常见的一种利益冲突交易形式,^[29]是传统忠实义务中最具特色的一项内容。在公司法理论中,通常由公司董事会决定公司经理人的报酬,将经理人“内部化”、使其利益与股东一致化,以此解决代理问题,但在报酬决定的过程中,又往往涉及参与报酬决策的董事的注意义务和忠实义务的履行问题。根据美国的司法实践,法院通常依照管理报酬决策的不同情况而选择不同的审判原则。现代公司治理提倡由独立董事组成的薪酬委员会决定经理人报酬,如果是由独立的薪酬委员会做出的报酬决策,而且决策的做出与“自利”无关,亦未受到高管的不当影响,那么不属于忠实义务的范围,报酬决策是一个商业决策,法院会援引商业判断规则,除非原告股东能从程序上证明董事们在决策中有重大过失,或“从任何正常理性的思维来看都是难以理解的”。^[30]这在管理报酬案件中是最常见的一种审判情形。另外,原告股东可以绕过程序方面的诉求,从报酬合同的实质方面证明该报酬构成对公司资产的严重“浪费”。但是,要注意的是,“浪费”在管理报酬案例中“运用并不太多,只见于极荒谬的、董事进行非理性地挥霍和浪费公司财产的案件中”。^[31]其次的情形是决定或同意报酬计划的董事与报酬合同有利害关系,涉及忠实义务违反与否,那么法院就会运用“公平”标准对合同进行实质审查。美国特拉华州衡平法院2007年审理的 *Valeant Pharmaceuticals* 案即是一例。^[32]还有一种就是当报酬合同被作为控制权变动的一部分时的处理情况。在这种案例中,法院适用变相折中型的“合理性”标准,^[33]要求董事会证明这样一个报酬合同是为了应对潜在的敌意收购威胁所采取的合理措施。

以上三种情况只是将案件判决理论化时所做的归类。正如美国特拉华州衡平法院前大法官

[29] See Franklin A. Gevurtz *Corporation Law*, St Paul MN., West Group 2000 p. 357.

[30] Practitioner Note Current Issues in Executive Compensation, 3 *N. Y. U. J. L. & Bus* 519, pp. 534 ~ 535 (2007).

[31] *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 907 A. 2d 693 750 (Del Ch 2005).

[32] See *Valeant Pharm. Int'l v. Jemex*, No. Civ. A. 19947 2007 WL 704935 (Del. Ch. 2007).

[33] See *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del 1985).

Allen所言，“涉及欺诈的案件有；不公平的自我交易或严重过失（尽管较为少见），亦有；最不可能有的是：非利害关系人在交易过程中既不涉及欺诈问题、但又构成了浪费的情形。”^[34]所以，实践中更多的管理报酬案件往往案情复杂，涉及对整个受信义务违反与否的审查。著名的 *Disney* 案就是一个很好的例子。美国 *Disney* 公司前总裁 Eisner 的好友 Michael Ovitiz 在受聘担任 *Disney* 公司的总裁不到 13 个月后离职，公司按照先前雇佣合同中的约定付给他一亿四千万美元作为离职金。这引起了 *Disney* 公司部分股东的强烈不满，原告股东于 1997 年向特拉华衡平法院提起诉讼要求审查该项报酬。经过几番起诉和上诉之争，时隔 9 年，特拉华高等法院终于在 2006 年 6 月对这起旷日持久的案件盖棺定论，维持衡平法院于 2005 年 8 月所做出的“董事们的行为虽远非理想，但还不至于构成‘恶意’或‘重大失误’”的判决。^[35] 法院并不适宜直接评判管理报酬数额本身恰当与否，^[36] 而只专注于报酬的决策过程，在对报酬决策过程的审查中引入了一项新的受信义务内容的分析，即是“善意（good faith）”义务，使得受信义务除了传统的忠实义务和注意义务外，又有了一个新的理论种类。

“善意”义务提出的意义就在于表明司法机关已经注意到了董事和管理层（或者控股股东和管理层）之间的关系并不只有或完全独立或利益勾结“非黑即白”的两种情况，常常还会有一种暧昧关系。在这种关系中，管理层通常可能并没有违反法律规定的传统忠实义务内容，对于决策事项无明显的利益冲突关系；而且注意义务也不具可适用性，因为董事们可能对所决议事项并没有漠不关心、疏于注意，相反，其履行了一定的决策程序，但是，一旦将他们与经理人的密切关系考虑进去，决策的结果就不免沦为一种事实上的对责任和义务的放弃。这种“灰色地带”的情形与“经理人权力”现象是相通的。“经理人权力”的理论基点之一就是经理人在事实上拥有选举董事、影响董事薪酬的权力，使得董事在决定经理人报酬时毫无底气以至妥协。另外，群体决策的各种弊端在这种“灰色地带”中更为明显。

受信义务中忠实义务和注意义务尚且经过长时间的司法实践和理论研究才逐渐清晰，“新”出现的“善意”标准不免让人疑惑其可适用性。其一，到底何谓“善意”？特拉华高等法院法官 Jacobs 在 *Disney* 案判决的法官意见部分对其反面概念“恶意”进行了指导性解释。Jacobs 法官认为，如果将“恶意”看成一个“光谱”的话，那么在“光谱”这一端，“出于故意的行恶目的”的行为即构成了“典型的、经典的恶意”；在“光谱”的另一端，没有任何恶意的重大过失行为，则不构成恶意。^[37] 董事至多只是违反了注意义务。位于中间的就包括“故意地玩忽职守，有意视若无睹自己的责任”等行为。这些行为即是对善意义务的违反，且不具有可开脱性和可获偿性。^[38] 可见，善意义务的可受谴责性明显重于重大过失，但又并未包括传统定义上的不忠实行。如果按照可受谴责性的大小从重到轻进行排序，那么忠实义务居于善意义务之前，

[34] Steiner v. Meyerson, 1995 WL 441995 (Del Ch. 1995) .

[35] For details See In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 731 A. 2d 342 (Del Ch. 1998); In re Walt Disney Co. Derivative Litig. 825 A. 2d 275 (Del Ch. 2003); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A. 2d 693 (Del Ch. 2005); Brehm v. Eisner (In re Walt Disney Co. Derivative Litig.), 906 A. 2d 27 (Del 2006) .

[36] See *supra* n. 31.

[37] See William T. Allen Reinier Kraakman & Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 2nd ed., Wolters Kluwer Law & Business, 2007, pp. 348~349.

[38] 根据特拉华普通公司法第 102 (b) (7) 条的规定，公司可以在章程中消除或限制董事个人在违反注意义务诉讼中对公司或股东所承担的金钱责任。根据第 145 条的规定，在发生董事违反注意义务的诉讼中，公司董事或管理人员如果因为违反注意义务而要承担金钱责任，可以向公司要求赔偿，甚至包括相关诉讼费用。



善意义务又居于注意义务之前。

其二,“善意”与“浪费”的区别何在?有无可替代性?实际上,特拉华法院也注意到了在涉及管理报酬决策时,传统的忠实义务和注意义务时有力不从心之处,因此才有了倾向于公平审查的浪费标准,以及在浪费标准上更进一步的“合理性”标准。特拉华高等法院曾在其审理的案件中暗示过“浪费”公司财产即是一种恶意。^[39]但是,反过来,并不是董事所从事的每一个恶意行为都构成了浪费。例如,董事出于恶意而为交易(无论目的为何),但可能任何一个理性、拥有合理判断的商业人士都会认为公司能从该交易中得到合理对价、不构成浪费公司财产的交易。然而,一旦董事存有恶意,被告就很难证明交易对公司来说是完全公平的,因为交易过程将难以被证明是完全公平的。^[40]这就表明了“善意”与“浪费”作为司法审查标准上最大的区别:前者针对的仍是决策程序,后者却已属于对实质事项的审查。这也解释了为什么浪费标准的运用有限,因为公司法案件的审判,不推崇对董事会决策进行“二次决策”,而浪费标准的运用要求法院对被告董事呈出的事实性证据进行判断,这对于更适合间接判断的管理报酬案件来说其实是不宜的。另外,浪费标准一般是当原告未能推翻商业判断规则之时实行举证责任倒置,由原告股东证明该报酬合同严重偏向经理人一方,以至于任何拥有合理、理性判断的商业人士都不会认为公司能从该交易中得到足够的对价。这样一个举证责任对原告来说是繁重的,特别是对信息不充分的外部股东来说尤其如此。反观善意标准,尽管详细阐述“善意”义务的 *Disney* 案最终并没有说明其司法适用性如何,^[41]但我们不妨大胆设想一下其适用和举证责任分配:注意义务不具可开脱性和可获偿性,在审理时不存在商业判断规则的推定,举证责任应该在被告,由被告证明其在管理报酬决策过程中不存在“故意地玩忽职守”或“有意视若无睹自己的责任”等“恶意”行为。这样,将审查重点放在过程公平和更严苛的董事义务上,既避免原告股东举证艰难,又避免了对报酬协议进行“二次决策”,就法院审查管理报酬的理想状态来说,善意标准是优于浪费标准的。

我国《公司法》中明确涉及管理报酬的条文仅第117条一项,股东派生诉讼制度规定于第150条和152条,但对于管理报酬案件的审理原则未置一词。其实不单是管理报酬案件的审查原则缺位,法律对整个受信义务的司法审查标准都没有明确规定。引入重大过失标准审查注意义务、公平标准审查忠实义务,以及为了尊重商业自决权谨慎考虑是否引入商业判断规则,都还需要司法的进一步解释和法官的大胆创新。在这种情况下,宣扬“善意”义务似乎是过于激进的。需要注意的是,鉴于审判能力、我国司法传统的限制,可以想见我国法院在管理报酬法中实施的监管作用将会是有限的。首先,在管理报酬案件中,无论是商业判断规则还是浪费标准,都不是可以在法条中予以框架化、刻板化的审判指南。至于“善意”标准,可塑性更大、界定更不明确,其模糊性比之“商业判断规则”有过之而无不及,更需要法官按照案件的具体情况发挥自由裁量权。根据我国现有司法资源和大陆法系依靠法典断案的审判传统,这对法官来说是一个不小的难题。其次,即使是在商事审判实践极为发达的美国,司法权对管理报酬案件的介入也是有限的,通常只限于涉及股票期权、黄金降落伞及养老金的案件。在这些案件中,所谓的法律问题实际上只是对合同的解释问题,所以法院可以处理、有能力处理。^[42]如果要结合

[39] See *White v. Panig*, 783 A.2d 543, 553~555 (Del 2001) (citing *J. P. Stevens*, 542 A.2d at 780~781).

[40] See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del 1983).

[41] See *Brehm v. Eisner* (In re *Walt Disney Co. Derivative Litig.*), 906 A.2d 27, n.112 (Del 2006).

[42] See Mark J. Loewenstein, *The Conundrum of Executive Compensation*, 35 *Wake Forest L. Rev.* 1, 22 (2000).

行业、地域、市场、业绩等因素衡量管理报酬的水平或结构适当与否，那就属于公司内部商业决策，无论外部公众的非议有多激昂，法院也会尽量避免对属于公司内部商业决策进行评判，*Disney* 案判决就是这一思想的产物。我国法院在处理类似的管理报酬案件中也不会例外。最后，公司法规定的受信义务与人们理想当中的公司治理典范还是有差距的，打个不太确切的比方，就好比是法律与道德之间的差距，前者只是后者的最低限额。然而，即使如此，法院依旧不能认为这些董事违反了公司法中的受信义务。“本法庭强烈建议董事和经理人采用最优的治理作法。但是，特拉华法并没有（实际上也无能为力）认为受信义务人仅因未能遵循人们梦寐以求的理想中的公司治理模式就要承担法律责任。”^[43] 因此，尽管司法手段是维护股东权利、精进公司治理的终极保障，“但是对于这一问题的解决，目前的趋势是，人们宁愿采取内部调控的方法，而不愿意选择司法干预。”^[44] 这也是管理报酬不同于其他自我交易的最特殊之处。那么，在证券市场上加强管理者报酬的信息披露力度，在公司内部采用更为良性的治理机制，对于预防管理报酬机制无效就显得尤为重要了。

（二）证券监管机构的薪酬披露机制

与法院相比，证券监管机构通过规定薪酬披露机制，对上市公司管理报酬能起到直接的监管作用，这种外部监管又作用于公司内部治理。首先，管理报酬信息披露机制大大降低了股东的监管成本，提高了私人股东参与公司治理的积极性，也在客观上促成了机构股东的崛起，对形成股东能动主义有极大影响。其次，管理报酬信息披露可以向公众展示股东积极参与的“劳动成果”，对于机构股东来说，一旦其正确介入公司报酬决策事项得到曝光，即能在无形中给了与机构股东有利害关系的其他公司以威慑力，使其因惧怕机构股东插手而进行更为理性的报酬决策。最后，要求薪酬委员会披露公司的报酬政策，会促使薪酬委员会谨慎对待报酬策略，以向公众证明其合理性，随意拟定的可能性大大减少。

在薪酬披露方面，美国是先行者。1992年以前，对管理报酬的信息披露主要限于解释在报酬计划中到底将付多少给管理者，而且这种披露主要是叙述性的。1992年，因为长期股权激励计划的广泛应用导致高管报酬遽增，加之美国机构股东开始热心于公司治理，美国证券交易委员会（SEC）对薪酬披露进行了一次大的改革，通过要求公司制定一系列特定年度高管人员报酬事项的图表，取代了旧规则下的叙述性说明，以图表形式逐个披露薪酬最高的前5名高管在过去3年内的薪酬水平，披露上述高管人员的股票期权和股票增值权，并披露过去5年内本公司的股东回报率与同行业同类企业的比较。这样一个披露规则，对于当时的投资者来说，不啻于一剂强心针。

但是，近年来所发生的诸如 *Disney* 案之类的公司治理案件，除了对司法审判提出了挑战，也显现了管理报酬信息披露漏洞。其一，管理报酬披露的意义除了使相关信息对股东透明化外，还有没有其他意义？其二，公司的报酬政策到底什么样的？以何种因素来决定对经理人付酬？其三，一些隐蔽型的、但数额巨大的报酬是否也应该披露，例如优厚的养老金计划或退休福利？还有，要不要披露经理人与涉及管理报酬制定的董事、薪酬委员会成员的个人关系因素？因此，虽然法院在判决时仍比较保守和谨慎，但这些问题已经足够引起 SEC 的注意。2006年，SEC 在管理者报酬披露规定方面进行了 14 年以来最大的一次变革。针对公司高层管理者的薪酬形式越来越从“明码标价”转为“模糊不清”这样一个趋势，SEC 增加了一系列新规则。新的规则采用叙述性披露加表格式披露的方式，加大了对管理报酬制定过程的陈述力度。新规则下，最引人注目的是在公司年度报告

[43] In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693-697 (Del Ch. 2005).

[44] 施天涛：《公司法论》，法律出版社 2005 年版，第 497 页。



中加入薪酬讨论与分析部分 (compensation discussion & analysis/CD&A), 以叙述性的语言阐述公司报酬计划的总体目标和设计框架, 报酬计划中的各项要素、为什么选择这些报酬方式, 以及薪酬水平是如何确定的。同时, 在 CD&A 中还要说明一些具体的问题, 例如, 公司是否确定了经理人报酬的基本标准, 经理人在报酬制定过程中扮演了何种角色等。另外, 薪酬委员会还要出具薪酬委员会报告, 用来披露委员会在决定管理层和董事报酬的过程和程序。除了叙述式披露, 新规则还要求公司用简表的方式在年度报告中披露 CEO、CFO 和三位薪酬最高经理人当年和下两个会计年度的报酬数, 包括年薪、奖金、股权奖励、期权授予, 激励计划报酬、养老金的增值, 以及福利, 必要时还应注以详细的脚注。过去所奖励的股权型报酬 (例如股权奖励和期权授予) 的现在价值, 也要以表格方式披露出来。对于公司给予管理者的离职退休福利和延迟型报酬, 以及任何会使控制权发生变化的离职所支付的费用, 都应进行披露。^[45]

美国 SEC 新的披露规则到底能对管理报酬产生何种影响? 实施两年至今, 现在下定论还为时尚早, 但有两点值得肯定。其一, 新规则不在于限制报酬水平, 而是作用于报酬结构或报酬要素。美国美世人力资源咨询公司 (Mercer Human Resources Consulting) 在 2006 年 11 月对处于各个行业的 110 家公司进行了调查, 看公司认为新披露规则会对其薪酬计划的设计产生何种影响。大部分公司表明新披露规则对其报酬计划的制定影响不大。但是, 超过半数的公司表示已经或者将要变革其一项或更多的报酬项目, 首当其冲的即是股权型报酬。因为新披露规则要求, 如果股票期权的行权价低于授权日的收市价, 那就必须另起一列对该股票授予日的收市价格进行披露。显然, 公司都不愿意格外另立表格进行其他披露, 所以, 由于新规则, 收市价将被众多公司用作为期权的行权价。^[46] 第二个受影响比较大的是离职报酬、津贴和控制权变动中的报酬。以津贴为例, 以前一直属于“隐形”报酬, 股东们“眼不见、心不烦”, 因为新规则大大降低了津贴的披露门槛, 这将迫使公司重新考虑津贴构成和数额, 以免引起股东不满。^[47] 其二, 新规则不是要对报酬进行二次审查, 而是要督促决策过程合理化。^[48] 除了 CD&A, 新规则还要求进行公司治理信息方面的披露, 对于公司治理的披露, 这部分信息不是体现在 CD&A 中, 而是专门披露在年度报告的“公司治理部分”, 重点是披露薪酬委员会在决定报酬数额时所利用的资料, 甚至要披露薪酬顾问在决定报酬数额时所起的作用; 列明这些顾问; 表明薪酬顾问是否直接为薪酬委员会所委任; 陈述委任性质和范围; 列出所有董事给顾问的指示方面的重大信息。^[49] 根据前述流行管理报酬理论, 在薪酬设计中, 经理人和董事及薪酬委员会成员之间的社会关系会对薪酬设计和决定产生影响, 通过披露薪酬委员会成员的委任及其与董事的关系, 以及在 CD&A 中阐明经理人在报酬制定过程中扮演了何种角色, 再加上薪酬委员会报告, 有利于防止“灰色地带”现象发生, 迫使薪酬制定的各方关系人善尽职责。

实际上, 以上两方面恰恰说明了证券监管机构薪酬披露机制的意义所在, 一则监督管理报

[45] See Executive Compensation and Related Person Disclosure Part II (Final Rule), 71 FR 53158 September 8 2006; Executive Compensation Disclosure (Interim Final Rules with Request for Comments), 71 FR 78338 December 29 2006. Available at www.sec.gov.

[46] See *supra* n. 30, pp. 533~534.

[47] See Brent Longnecker & Janes Kueger, The Next Wave of Compensation Disclosure, 39 *Compensation Benefits Review* 50, 53 (2007).

[48] See *supra* n. 30, pp. 532~533.

[49] See Executive Compensation and Related Person Disclosure Part II (Final Rule), 71 FR 53158 September 8, 2006, at 53-205. Available at www.sec.gov.

酬公开，使之更加细节化、透明化地面向股东；二则迫使以董事、薪酬委员会成员充分履行受信义务，重视自己职责，对报酬决策施以适当的注意和关切。我国对上市公司管理报酬的披露始于1998年，随着2005年《公司法》的大幅度修订，以及公司治理浪潮，证监会于2006年颁布了《上市公司信息披露管理办法》，于2007年新修订了详细规定公司信息披露的《年度报告的内容与格式》。我国的报酬披露规则已初具规模。

其一，《上市公司信息披露管理办法》第21条规定上市公司须在年度报告中披露董事、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。在此呼应了《公司法》第117条的规定，并将管理报酬披露的主要载体定为公司年度报告。

其二，《年度报告的内容与格式》第25条第（一）项规定，公司要在年度报告中披露现任董事、监事、高级管理人员的姓名、性别、年龄、任期起止日期、年初和年末持有本公司股份、股票期权、被授予的限制性股票数量、年度内股份增减变动量及增减变动的原因。如为独立董事，需单独注明。第25条第（三）项就要求在年度报告中披露董事、监事和高级管理人员的年度报酬情况。首先，要披露董事、监事和高级管理人员报酬的决策程序、报酬确定依据以及报酬的实际支付情况。其次，披露每一位现任董事、监事和高级管理人员在报告期内从公司获得的税前报酬总额，这其中包括基本工资、奖金、津贴、补贴、职工福利费和各项保险费、公积金、年金以及以其他形式从公司获得的报酬。全体董事、监事和高级管理人员的报酬合计。另外，要将获得的股权激励按照可行权股数、已行权数量、行权价以及报告期末市价单独列示。最后，公司要列明不在公司领取报酬、津贴的董事、监事的姓名，并注明其是否在股东单位或其他关联单位领取报酬、津贴。

其三，对于以股票期权和限制性股票为代表的股权激励计划，则不仅要在年度报告中予以披露，还要在定期报告中披露。根据《年度报告的内容与格式》第44条的规定，公司应在年度报告的“重大事项”部分披露股权激励计划的具体实施情况，例如股票期权授予及行权情况，行权价格及期权数量等的调整情况及履行的程序等。同时，证监会《上市公司股权激励规范意见（试行）》第45条和《上市公司股权激励管理办法（试行）》第42条还规定，上市公司应在定期报告中披露期内股权激励计划的实施情况，例如，披露期权授予价与行权价历次调整的情况以及经调整后的最新授予价格与行权价格，披露董事、监事、高级管理人员报告期内历次获授和行使权益的情况等。

可见，我国现有披露规则披露力度是较大的，特别是对于股权激励计划的披露要求更严格。但是，股权激励计划披露规则将重点更多的是放在授予和行权环节，对于高管的售股环节似有疏漏，而这恰恰是国内外学界对股票期权最为诟病的地方。管理层对公司的经营管理现状最为熟悉，因其对决定抛售的具体日期有极大的自由权，往往可以在内部不利消息公众化之前将其股份抛售，这被“经理人权力”论者称为“经理人解除股权激励的自由”。^[50]许多公司采用规定“冻结期间”的方法，以限制经理人在一年当中可以买卖股份的时期，或者要求经理人根据事先约定好的计划在一段具体时间内逐渐地进行出售。我国《公司法》第142条就对此做出了类似规定。但是，第142条只是对高管售股进行了“不作为”的规定，对“作为”方面却未涉及。其实，更细致且有效的方法就是要求经理人在抛股前将出售意图公开披露。这样一种披露是相当苛刻的，却也是必要的，因其可以极大地遏制“冻结期”过后、甚至任何时候的高管利用内部信息进行自我谋利的行为。从美国的公司实践来看，尽管学界时有呼声要求高管进行售

[50] Lucian A. A. Bebchuk & Jesse M. Fried *supra* n.3, at 85.



股意图披露, 但因其几乎完全限制了管理层出售的自由, 公司很少会如此要求。我国现有股权激励计划披露规则也未提及。但是, 期望良性公司治理的上市公司可以根据《公司法》第 142 条在公司章程中对此问题做出规定,^[51] 如高管不应有随时售股的权利, 或规定售股限制期, 最重要的是, 要求高管在售股前的一段时间公开其出售计划。这不仅可以更好地发挥股票期权的激励作用, 也与我国证券市场目前谨慎实行“大小非”减持、以防二级市场波动的政策相一致。^[52] 另外值得一提的是, 我国股权激励计划披露规则中虽未涉及披露所谓的“内幕消息的压紧弹簧”现象, 即公司在有利好消息未公布之前在内部对高管进行期权派发, 但是根据证监会出台的相关文件, 上市公司要严格按照“重大事件”临时报告制度进行报告, 且在履行信息披露义务期间及履行信息披露义务完毕后 30 日内, 都不得推出股权激励计划草案。^[53] 在一定程度上遏制了这种变相为高管在行权时进行“内幕交易”提供条件的现象。

现有的披露规则还显示出对薪酬委员会履职情况的关注。《上市公司信息披露管理办法》第 36 条要求公司在年度报告的“董事会报告”部分中对董事会下设的薪酬委员会的履职情况进行披露, 包括对公司董事、监事和高级管理人员所披露薪酬的审核意见, 对公司股权激励计划实施过程中的授权是否合规、行权条件是否满足的核实意见。比较来看, 这一条规定类似于 SEC 新规则下的“薪酬委员会报告”。“薪酬委员会报告”是薪酬委员会在拟定对公司报酬计划时的意见和结论, 是董事会最后审议批准的重要资料, 但却不属于向证券监管机构报送的必要文件, 更不是对决策过程中薪酬委员会治理方面的披露。如前所述, 一旦披露对决策过程有影响的所有因素、特别是社会关系方面的因素, 势必对薪酬委员会成员产生遵守受信义务、谨慎决策的压力, 从而有利于促进公司治理, 因此在 SEC 新规则下, 除了 CD&A 和薪酬委员会报告, 还有在年度报告公司治理部分对薪酬委员会的组成、委任以及董事会向其授予之权力等信息的披露。我国披露规则中未明确写明这些信息的披露要求, 但是信息披露规则应被视为对公司信息披露的最低要求, 只要是对薪酬决策产生影响进而影响到投资者决策的信息, 公司都应披露。^[54]

薪酬披露机制的目的不在于限制或降低报酬水平, 相反, 更多信息被公之于众反倒可能加剧公司之间的报酬竞争, 带来薪酬易涨难下的“棘轮效应”。其实披露只是外部监督措施, 旨在信息公开、帮助股东减少监督成本, 但要真正达到报酬机制合理化, 还需要公司从内部优化治理: 管理者和监督者各司其位、避免渎职卸责, 股东积极参与公司事务、避免当“甩手掌柜”。

(三) 董事会、薪酬委员会与监事会

董事会为公司的管理机构, 公司管理层的薪酬由董事会决定, 例如我国《上市公司治理准则》(2002) 第 79 条规定, 经理人员的薪酬分配方案应获得董事会的批准, 向股东大会说明, 并予以披露。现代公司法一般在董事会下设薪酬委员会, 专门负责公司管理层报酬计划的设计和制定, 之后再报由董事会批准, 不仅保证董事会职能的精简, 职权下放, 避免其纠缠于具体的细节性事务中, 更重要的还在于法院有尊重由非利害关系决策者同意的决策事项的传统, 如果是由独立董事组成的薪酬委员会决定的报酬计划, 在出现法律诉讼时, 董事会更容易进行辩护。但是, 独立董事在管理报酬制度中的作用还是令人生疑, 1999 年美国学者 Bhagat 和 Black

[51] 参见《公司法》第 142 条中规定, “公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定”。

[52] 参见证监会《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》。

[53] 参见证监会《股权激励有关事项备忘录 2 号》第二项第 1 条。

[54] 参见证监会《年度报告的内容和格式》第 3 条。

对美国公众公司独立董事与公司绩效之间的关系进行实证研究，得出的结论至今让人印象深刻：少有证据能证明在建设 CEO 报酬方面，独立董事优于内部董事。^[55]

我国也在上市公司中推行建立薪酬委员会制度，《上市公司治理准则》(2002)第52条就规定，上市公司董事会可以按照股东大会的有关决议，设立薪酬与考核委员会，其中独立董事应占多数并担任召集人。薪酬委员会在股权激励计划的制定中就承担了更重要的角色，《上市公司股权激励规范意见(试行)》第30条规定，股权激励计划草案由薪酬与考核委员会负责拟定；根据《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》第5条，完全由外部董事组成的薪酬委员会更是国有控股上市公司实行股权激励的必要条件之一。根据相关调查，截至2007年12月31日，深市主板488家上市公司中有435家公司在董事会下设立了薪酬委员会，占比89.14%；而在已设立薪酬委员会的公司中，独立董事作为薪酬委员会召集人的公司有414家，占已设立薪酬委员会公司总数的95.17%。独立董事在薪酬委员会成员中占比平均水平为60.73%。调查显示，448家已设立薪酬委员会的公司，在报告期内平均发表了1.07次意见，基本上就是在年度报告的董事会决议中对董事、监事和高级管理人员的薪酬发表一次意见，而且发表的意见全部为同意。^[56]从这调查来看，似乎薪酬委员会的实质作用并没有预期的那么好。当然，我国上市公司董事会专门委员会的建设时间不长，远期效用发挥不明显，这是原因之一。另一个因素还是独立董事的作用问题。薪酬委员会中独立董事应占多数或全部，“独立”董事独立才有意义，但是，独立董事实际上难以真正独立，而且一旦真正独立同样会导致“独立无用”的结论。首先，独立董事能否真正独立值得怀疑。就独立董事来源来说，大多数独立董事均由大股东、公司董事、公司高管推荐，以此种方式产生的独立董事的实质独立值得怀疑；从独立董事选举程序上看，独立董事一般都是由董事会提名并经过股东大会选举产生，而董事会一般为大股东控制，股东大会也为大股东控制，在这种情况下选举出来的独立董事很难保证其在履行职责时是真正按照自己的独立意愿发表意见。在实践中，一旦控制人认为独立董事对其构成威胁时，就可能找理由罢免该独立董事而选择符合自己意愿的。这点在深受家庭经营模式影响的民营上市公司中体现最为明显。^[57]因此，“从独立董事的来源、选举的方式都可以看出，独立董事与执行董事在利益取向上实际没有本质的区别，独立董事往往只有两种选择：要么随从大股东意愿，要么辞任。”^[58]其次，即使独立董事真正独立了，同样还是有问题。最明显的就是独立董事的个人收益和成本不一致。一直以来，独立董事在公司中的收益都是相对较低的，^[59]尽管近年来有对独立董事实以股权激励的趋势，但总的来说独立董事持有的股票数量还是很有限。而且就独立董事的特性来说，也不适宜持有公司大量股票，否则“独立性”难存。如此小的收益，所伴随的却是大成本：独立董事如果对高管薪酬发表不同意见，极有可能董事职位不

[55] See Sanjai Bhagat & Bernard Black, The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 *Bus. Law.* 921, 931 (1999).

[56] 参见“独立董事、审计委员会和薪酬委员会履职情况分析——深市年报分析之三”，载深圳证券交易所网站 <http://www.szse.cn/main/files/2008/06/04/418027472035.doc>，登陆时间：2008年9月25日。

[57] See Deborah A. DeMott, Guests at the Table? Independent Directors in Family-Influenced Public Companies, 30 *J. Corp. L.* 819 (2008).

[58] “2007年度中小板公司独立董事制度实施状况分析”，载深圳证券交易所网站 <http://www.szse.cn/main/sme/sczy/bsdt/2008060420037.shtml>，登陆时间：2008年9月25日。

[59] 参见钟文芳：“中小板公司2007年度董事、监事、高级管理人员薪酬及股权激励状况分析”，载深圳证券交易所网站 <http://www.szse.cn/main/files/2008/06/05/281514397305.doc>，登陆时间：2008年9月25日。



保,而且假若独立董事本身也是其他公司高管的话,还会影响到自己的薪酬;独立董事如果不置一词或盲目附和高管薪酬,就要承担受信义务责任的风险。两相比较,尤其是在我国受信义务诉讼尚不发达、责任落实尚不普及的当下,可能众多独立董事还是会选择附合高管制定使其满意的报酬计划。总之,独立董事始终是个难解之题。

难解并非无解,难解的关键在于单独独立董事或外部董事一个制度是无法对管理报酬产生足够的监督力量的。督促独立董事组成的薪酬委员会成员真正恪尽职守,第一,要依靠披露措施,详细披露公司报酬政策和薪酬委员会决定报酬计划的具体决策过程,公开则产生畏惧,这是督促包括独立董事在内的董事、薪酬委员会成员切实履行受信义务的重要手段,前已述及。第二,要进制度改革,或者挖掘现有制度资源。以 Bebchuk和 Fried为首的“经理人权力”论支持者极力要求在美国改革董事职位由 CEO 提名和把持的现状,让股东在任命董事职位上享有更大的话语权,让董事依附于股东、从而为股东利益而与经理人展开谈判。但是,这样一种改革在经理人权力庞大的美国来说并不是可以动辄得咎的。Dorff的“群体动力”理论则认为极有必要在公司决策过程中引入“异议者”这样一个角色,一是让反对意见出现在董事会或薪酬委员会决策的过程中,破除群体决策的内在缺陷,二是在公司内部塑造一种为股东服务、谋利的气氛和企业文化,同时也加强监督力量。Dorff早期的设想是在公司内部加设“随机股东会议(Random Shareholder Committee)”制度,让一部分长期持股的中小股东进入到公司内部决策过程,影响薪酬委员会,并进行必要的监督,时刻提醒薪酬委员会他们是为股东在谋福利,以便在公司内部形成一股“利他主义”企业文化观;^[60]后期则表现出对董事决策过程的关注。反观我国,董事倒的确是由股东大会选举产生,在此方面无须制度革新,目前也必要无进行权力分配方面的改造。但是,如果考虑引入“异议者”,同时挖掘我国现有制度资源的话,监事会制度是一个不错的选择。简言之,不妨重新构筑监事会对公司管理报酬制定过程中相关参与者的监督作用。

在中国公司的权力分配结构中,法定监督权属于监事会,由监事会主导对董事、经理人的监督,包括薪酬委员会的运作和决策过程。监事来源于股东代表和公司职工代表,这种制度设计看似理想,但是长久以来中国的监事会却被视为花瓶制度。这主要是因为我国监事会手中没有“实权”。监事会只负责审查公司活动的合法性,不具备任免董事的实质权力,不参与决策及执行的合理性和可行性,不具备制衡董事会的控制力和具体手段。2005年公司法修订,赋予了监事会几项权利,有望对监事会形同虚设的现状予以改观。第一,监事会有权对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议。监事会虽然对董事、高管的任职虽无决定权,但却可以对其罢免提出建议,一旦有罢免建议提出,势必引起公司股东对公司治理状况的关注,这条规定将成为监事会行使监督权的强有力后盾。第二,监事不仅被允许列席参加董事会会议,而且可以对董事会决议事项提出质询或者建议。第三,监事会在公司派生诉讼中拥有更大的话语力量,不仅可以对董事、高级管理人员依法提起诉讼,而且在股东派生诉讼中,先诉请求也应向监事会提出。

我国公司法中并存独立董事和监事会制度,似有职能重合之嫌。但是,单就管理报酬规范来说,二者功能差别显著。薪酬委员会中的独立董事或外部董事公司薪酬决策制定的直接参与者,特别是股权激励计划,应由薪酬与考核委员会负责拟定,其“监督”的实现方式是从决策

[60] See Michael B. Dorff, Softening Pharaoh's Heart: Harnessing Altruistic Theory and Behavioral Law and Economics to Rein in Executive Salaries, 51 Buff. L. Rev. 811, pp. 878~890 (2003).

过程中履行自身受信义务、保证管理者报酬与公司绩效相关。而监事本身不参与报酬计划的拟定，也不负责考核管理层的业绩，这种监督是外部的也是事后的，但却可提起受信义务诉讼。可见，独立董事或外部董事与监事会制度的预期功能是不同的，甚至可以说在我国的公司法权力安排中，监事会拥有监督独立董事或外部董事的权力。

当然，如果想要监事会真正对管理报酬的决定和决策过程起到监督作用，2005年公司法修订后所赋予的这些权利还是远远不够的。例如，监事有权对董事会决议事项提出质询或者建议，但质询或建议都不是“否决”，也不进行实质决策，监事对于公司权力机关的各项决策始终处于一个“外部人”的地位。而且，我国的治理现状是董事会与管理层高度重叠，事实上的管理权和控制权都掌握在董事会手中，为避免监事会监督不力反倒成为董事会的附庸，就需要有强有力的外部股东对监事会进行“监督”。由此，董事会及其薪酬委员会对报酬进行拟定和决策，其中独立董事或外部董事负责保证决策过程的公平性、抵御来自管理层的不当影响，而监事会监督所有董事、高管的受信义务履行情况，在公司外部如果还有强大的股东特别是机构股东的监督，则可在公司内外形成一个监督的循环圈，最终受益者将仍是股东。

(四) 股东能动主义

管理报酬属于公司管理事项，通常都由公司董事会来决定。例如，我国公司法就规定，董事会决定聘任或解聘公司经理、副经理和财务负责人及其报酬事项。在现代公司法中，管理报酬的拟定和批准出现了以下两个趋势：其一，董事会将报酬计划的具体拟定工作下放给其下属的薪酬委员会。其二，报酬计划中的股权激励计划，不由董事会批准，董事会只负责审议，由股东会进行同意或批准。

股票期权作为拉动美国经理层报酬水平整体上升为“天价薪酬”的主要原因之一，^[61] 引发了人们对以股票期权为代表的股权型报酬的警惕和谨慎。股权激励计划因与公司的业绩相连，既可使经理层与股东的利益一致化、提高股东价值的作用，但也有可能反向刺激经理层为了得到更大的经济回报、利用各种手段虚报公司业绩，“安然”和“世通”案件就是最好的证明。可以说，股权激励计划在所有管理报酬方式中是最具利益冲突性的。在公司法中，解决利益冲突问题的最经典方法就是诉诸于股东批准。股东是公司的所有者，是剩余索取权人，是受信关系当中的委托人，股东在利益冲突交易的规制中享有的话语权是资本赋予他们的“与生俱来”的权利。对于管理报酬来说，股东批准主要有三种类型：（1）对具体的报酬合同生效前，对其部分或全部同意（2）对总的报酬计划（如股票期权计划）进行事先一揽子批准；（3）对具体的报酬合同在其生效后予以背书。^[62] 由股东逐个事前批准经理人的报酬合同是最深度的股东参与，但由于成本限制，现代公众公司的管理中很少会采用这种作法。目前的股东批准主要集中在第二种，即在股票期权及其他股权型报酬计划生效前由股东予以批准，例如美国和我国。

美国 SEC 在 2003 年 6 月颁布了新的上市规则，公司如果想要在纽约证券交易所或 Nasdaq 板块上市的话，其所实施的股权型报酬计划就必须有股东的同意。不仅如此，任何对现有股权型报酬计划的改变也都需经股东同意。^[63] 我国《上市公司股权激励规范意见（试行）》中也规定，股权激励计划的实施程序为薪酬委员会拟定股权激励计划草案后，提交董事会审议，最后由股东大会批

[61] See Kevin J Murphy, *supra* n. 21, at 858.

[62] See Jeffrey N. Gordon, *supra* n. 22, at 698.

[63] See Order Approving NYSE and NASDAQ Proposed Rule Changes Relating to Equity Compensation Plans, Exchange Act Release No. 48, 108, 68 Fed. Reg. 39, 995 (July 3, 2003).



准。为了让中小股东尽可能参加表决,独立董事应当向所有股东征集投票权。这种规则显然是想通过强制股东投票让股东在股权激励计划的制定中享有话语权,使薪酬计划更具可归责性。但是,也有两个问题:其一,中小股东能否切实广泛参与这种投票是个问题,与之相关的是股东股票代理权征集制度的完善,否则强制股东投票极有可能沦为大股东与管理层的联合操纵。值得一提的是在股权激励计划的强制股东投票中实施网络投票的规则,例如,我国《股票上市规则》第11.9.5条规定,上市公司召开股东大会审议股权激励计划的,除现场会议外,还应当向股东提供网络形式的投票平台。其二,强制股东投票规则在美国一直被不少评论家批评,因为这样一种投票,是对公司总的股票期权政策的投票,不针对任何特定的授予合同,要求股东对公司前景、薪酬政策的短长期效应都非常深入的了解,能够针对公司所提供的信息做出全景判断。这样实际上是使股东承担了本应由董事会承担的管理决策权。这是其结构上的缺陷。^[64]我国的强制股东投票规则同样面临此问题,一旦大量的中小股东面对专业、复杂的股权激励计划无所适从时,监督的积极性就会大大降低,最后加之有代理权征集制度,强制股东投票规则可能形同虚设。

英国股东投票参与管理报酬规制的方式最松散,但所取得的成就是引人注目的。英国于2002年通过了“董事薪酬报告规则(Directors Remuneration Report Regulations 2002)”,要求公司在董事薪酬报告中加大对管理层薪酬情况的披露力度,并要求股东对该报告进行建议性投票。^[65]这种投票只是建议性的,并无约束力,英国的实践表明即使是建议性投票也能产生良性效果:因为股东投反对票,有导致报酬计划被重新议定的,有导致公司CEO人事变动的,还有一些公司开始将与大股东讨论管理报酬作为报酬制定过程的一部分。^[66]当然,这与英国机构投资者强大这一特定的公司治理背景是分不开的。在英国,公司薪酬委员会每年制定新的报酬政策,委员会主席要向英国两大机构投资者联合信托经理人协会(Association of Unit Trust Managers)和保险公司协会(Association of Insurance Companies)陈述公司的报酬建议,这两个协会对报酬建议进行电脑模型的分析,看其是否可行。如果电脑分析的结果认为其不可行,就会建议公司进行修改;如公司拒绝修改,股东就会对其投以否决票。因为这两个协会握有大量英国上市公司发行在外的股票,因此投否决票不成问题。在伦敦证券交易所的上市公司里,至少有100家大型公司的报酬政策实际上是由这两个机构投资者协会来决定的。^[67]以国家养老基金协会(National Association of Pension Funds/NAPF)为代表的机构投资者协会还为其所投资的公司发布了指导意见,为公司制定管理报酬提供政策,并为股东在对这些政策进行投票时提供帮助。^[68]可见,在英国的管理报酬规制中,机构股东实际上已全程参与薪酬政策的制定乃至报酬细节的敲定,最后股东投票是建议性的也好,约束性的也罢,都已不是重点。英国机构股东对公司的强大影响力,令其他国家的机构股东望尘莫及。

所以,如果公司外部存在强大的机构股东,股东将在管理报酬规制中实现真正的能动主义,

[64] See Slimming the Fat Cats? Evaluating the New Stock Exchange Listing Standards Requiring Shareholder Approval of Stock Option Plans, 117 Harv. L. Rev. 2205, pp. 2218~2219 (2004).

[65] See Companies Act 1985, c.6, § 241A, sched. 7A (Eng.) (amended 2002).

[66] See Guido Ferrarini et al., Executive Pay: Convergence in Law and Practice Across the EU Corporate Governance Faultline, 4 J. Corp. L. Stud. 243, pp. 257~258 & 64~66; Silvia A. Scarelli, UK Firms Turn on the Cham, WALL ST. J. (Eur.), Mar. 23, 2004 at M1 (cited by Jeffrey N. Gordon, *supra* n. 22, at 700).

[67] See *supra* n. 30, at 545.

[68] See Report on the Impact of the Directors Remuneration Report Regulations 2002, *Mondaq Bus. Briefing*, Jan. 27, 2005, at C1.

不仅可以弥补单个股东对公司薪酬等专业事务不够了解的缺陷，还能对公司管理层集中产生威慑力量，也解决了中小股东代理权可以被公司内部控制人把持的问题。同时，机构股东参与管理报酬的制定，属于公司内部自我规制，而非立法或司法的干预，这与倡导公司自治的现代理念也是一脉相承的。另外，机构股东在中国的公司治理中还具有特别的现实意义。在我国的上市公司中，控制股东或大股东普遍存在，且是影响公司治理的最重要的力量，其次才是以经理人为代表的公司管理层；董事会又与管理层高度重叠。我国的控制股东或大股东并不意味着就是机构股东。机构股东主要是以养老金基金为代表的机构投资者，可以集中少数股东的力量来对抗并监督管理层，这是其参与公司治理的最主要的意义。但中国的控制股东仍留有国有企业集团化改制的后遗症，最可能的反倒是利用上市公司、与管理层狼狈为奸，进而侵害中小股东的利益。所以，我国急需发展的是机构股东的力量，如果可以使机构股东充分参与公司管理报酬制定，也会减少因管理报酬诉讼而带给法院的压力。

四、结尾：与狐谋皮？

管理报酬是公司利益冲突交易中最特殊的一个类型，其最大的难点在于谁也无法下定论何为合理的报酬数额。我国上市公司近年来的报酬实践就表明：报酬水平低，就有激励不足、不能最大化公司业绩和股东价值之嫌；报酬水平高，则有管理者操纵市场、虚报业绩之忧，且易引来股东和公众的“公愤”。但无论如何，“合理的高管报酬数额只能由市场决定，在市场经济里不可能存在一个理想的立法、行政或司法报酬数额标准。”^{〔69〕} 经理人权力理论、成本认知论或群体动力论等流行管理报酬理论旨在深入对现行报酬实践的认识，分析造成制度无效的原因，但并没有也不能从根本上否决市场对报酬的根本决定作用，只是提出了更深刻的规制命题：高收益意味着高风险，高回报意味着高责任，高报酬意味着严监管。自由市场对于规制高管报酬还是有很大空间的，应该相信民事诉讼的力量，以受信义务诉讼来威慑公司报酬决策与人履行相应义务，避免产生无效的报酬决策，但是，也应该认识到，由法院来监督管理报酬事项确非易事。证券监管机构的披露措施对管理报酬的监督作用是比较明显的，我国证监会也正在加大披露力度，成果显著，但是，对于管理报酬的披露，重点应该由报酬数额的披露转向报酬结构、细节、决策过程及决策参与者相互利害关系的披露，这样才能触及管理报酬问题的本质。至于公司内部的治理，是最重要的规制管理报酬的手段，薪酬委员会的独立性应进一步加强，不妨在我国现有的制度资源中重新构筑监事会的监督权，以监事会来监督独立董事或外部董事，在公司内部形成监督圈。外部机构股东如果力量强大，可以直接影响公司内部关于报酬政策的制定，甚至是报酬细节的安排，既达到了股东监督的效果，又避免了中小股东缺乏专业信息、有监督权而放弃不使。机构股东在我国尤其有发展的必要。有人将股东及董事与经理人进行薪酬谈判喻为“与狐谋皮”，以显示谈判过程的难度以及股东一方的必败，但是，如果充分上述多重制度的共同作用，相信管理报酬安排可以达到解决代理问题的效果，续写其作为“济世良方”的“神话”。最后，借用一句他人之语作为本文的结束：谋之者有强势，与之者有不忍，取之者有可为，公司治理如能达到这样的程度，“与狐谋皮”就是一件好事。^{〔70〕}

〔69〕 前注〔15〕，郁光华文。

〔70〕 参见张华强：“公司治理与‘与虎谋皮’”，载 <http://manage.org.cn/Article/200611/40220.htm> 登陆时间：2008年9月25日。