

LUCIAN BEBCHUK & JESSE FRIED



PAY WITHOUT PERFORMANCE

The
Unfulfilled Promise
of Executive
Compensation

无功受禄

审视美国高管薪酬制度

[美] 卢西恩·伯切克 杰西·弗里德◎著
赵立新 王俊峰 孙虹霞 张政军◎译



法律出版社
LAW PRESS • CHINA

LUCIAN BEBCHUK & JESSE FRIED



PAY WITHOUT PERFORMANCE

The
Unfulfilled Promise
of Executive
Compensation

无功受禄

审视美国高管薪酬制度



法律出版社
LAW PRESS • CHINA

图书在版编目(CIP)数据

无功受禄:审视美国高管薪酬制度/(美)伯切克,
(美)弗里德著;赵立新等译. —北京:法律出版社,
2009.6

ISBN 978-7-5036-9479-0

I. 无… II. ①伯…②弗…③赵… III. 企业管理—劳动
工资管理—研究—美国 IV. F279.712.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 057530 号

©法律出版社·中国

责任编辑/易明群

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/对外合作出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京中科印刷有限公司

责任印制/吕亚莉

开本/787×960 毫米 1/16

印张/16.25 字数/210 千

版本/2009 年 6 月第 1 版

印次/2009 年 6 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-9479-0

定价:35.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

中文版作者序言

我们非常高兴能将我们的书介绍到中国，这个资本市场迅猛发展并逐渐对世界经济产生重要影响的国家。我们深深地感谢为了将本书带给中国读者而勤勉努力的几位翻译者：中国证监会上市部副主任赵立新先生，国务院发展研究中心研究员张政军先生和美国加州大学伯克利分校法学博士生孙虹霞女士。我们要特别感谢孙虹霞女士为协调本书的编译工作所做的不懈努力，还要特别感谢北京金杜律师事务所的慷慨资助。

本书被译成中文可以说是恰逢其时。2008年爆发的金融危机凸显了本书所分析的问题的重要性。我们在书中强调了一点，高管的薪酬制度促使他们为了追逐企业的短期效益而不惜以企业的长期价值为代价。本书开创性地指出了这个问题，并提出了多种解决方案以使高管的利益能和他们的长期业绩表现更好地结合起来。现在越来越多的人认识到正是这种只关注短期利益的动因助长了这场金融危机的爆发，我们提倡的薪酬改革应该被采纳。

美国以外的观察者们经常把美国的上市公司当成其本国公司的楷模。美国的资本市场和投资者保护体系诚然有它的优势，但其同样有着重大的弊端。

本书指出了高管薪酬及其背后公司治理机制存在的种种问题。了解美国公司治理模式中存在的问题以及如何最好地去解决它们,应该对中国发展有其自身特色的公司治理及投资者保护体系有很大的帮助。

卢西恩·伯切克 Lucian Bebchuk

哈佛大学教授

杰西·弗里德 Jesse Fried

加州大学伯克利分校教授

译者的序

近来,美国的次贷危机触动了全球经济的神经,其影响范围和深度还在进一步扩大,人们仍旧看不到这场金融风暴的尽头。在经济下滑、企业倒闭、失业增加、收入减少、资产缩水等连锁反应中,人们惶恐不安,或许还想不明白,在市场经济体系如此成熟的美国,怎么还会出现如此严重的问题。但是,有一点很明确,华尔街的高管以及他们高额的薪酬已经成了众矢之的,来自国会议员、政府官员、专家学者、普通百姓的指责此起彼伏,口诛笔伐愈演愈烈。

问题在于,是苹果烂了,还是装苹果的桶烂了?在《无功受禄》一书中,两位著名的美国公司治理专家卢西恩·伯切克教授(Lucian Bebchuk)和杰西·弗里德(Jesse Fried)教授开门见山地提出了这样一个关键的问题。对于美国高管薪酬制度,很多人认为,虽然有些企业高管的收入确实是太高了,而且不乏有一些高管滥用权力的现象,但高管薪酬总体上还是在市场力量作用下由公司的董事会决定的。某些高管薪酬过高也只是几个烂苹果的问题,而装苹果的桶,即被很多国家顶礼膜拜的美国公司治理机制并没有出现根本性问题。但在本书中,两位作者开创性地提出:美国高管薪酬的问题归根结底是美国公司治理机制

存在问题,这不仅仅是几个苹果烂了,而是整个桶烂了。这在美国学术界、商界及政界都引起了不小的震动,受到社会的广泛关注。

两位作者卢西恩和杰西认为,当前美国的公司治理机制隐藏着系统性的、结构性的问题。他们指出,董事会在决定高管薪酬时与高管进行的是公平交易——这个被美国企业界和大多数高管薪酬研究者长期以来尊奉的中心信条事实上并不存在。在现实世界里,董事由于受到管理层权力的左右,以及同时受到其他各种社会文化和心理因素的影响,他们在与高管就薪酬问题讨价还价的过程中,很难做到“公平”,总有一定程度地偏向高管的利益。美国安然事件后,虽然大多数上市公司董事会中独立董事的比例都超过了2/3,甚至其下设的薪酬委员会和提名委员会全部由独立董事担任,但这一做法只能达到表面上的“独立”,很难实现实质上的“独立”。他们进一步指出,要想解决美国高管薪酬过高的问题,必须改革美国的公司治理结构,即将一部分监督权回归给公司股东,在董事会未能有效监督管理层时,使股东可以更容易的撤换董事。他们提倡:通过使董事更加依赖于股东,来加强董事相对于管理层的独立性,从而更好地为股东利益服务。

本书出版于美国安然事件后次贷危机爆发前,全书条理清晰、论据充分、研究深入,而且打动人心,可以说是一本有关研究美国企业高管薪酬的指南。全书共分为四个部分。第一部分首先批驳了美国高管薪酬制度的理论基础,即“公平交易理论”。两位作者通过分析可能影响董事制定高管薪酬的各种因素,指出了美国公司治理中高管薪酬激励问题的根源,即高管薪酬的制定缺乏一个有效的公平交易机制,仅依赖董事会或其下设的薪酬委员会决定高管薪酬的做法并不可靠。在质疑一直被大家信奉的高管薪酬公平交易理论后,两位作者在第二部分又提出了“管理层权力理论”,并运用管理层权力理论探讨高管薪酬问题。作者指出,高管通过其管理层权力的影响力,使其能够获得“租金”,即大于那些通过真正的公平交易可以获得的薪酬数额。即使面临高薪引起的市场和社会的“公愤”压力,高管也都能通过一系列的“掩饰”方法瞒天过海,使其巨额薪酬貌似合理。第三部分在管理层权力理论的基础上,两位作者又进一步地介绍了高管如何利用管理层权力使其薪酬与业绩脱钩,降低薪酬与业绩的敏

感度。作者指出,即使是薪酬与业绩关联度较高的基于股权的薪酬形式(如股票期权),高管仍可以通过操纵行权和售股而使其薪酬与业绩脱钩,为己牟利。第四部分提出立法建议的框架。作者呼吁只有深化改革,才能彻底解决薪酬偏离公平交易模式的问题:董事会不仅要更加独立于高管,还必须更加依赖于股东。在具体的高管薪酬的制定过程中,应赋予股东一定程度的话语权。

我们希望通过翻译本书,能使大家更加系统全面地了解美国高管薪酬的制度的优缺点,以更好地研究制定中国企业高管薪酬制度,从而有助于建立有效运作的公司治理体系。总的来说,本书可能有以下三个方面值得我们进一步思考。

第一,美国公司惯用的股权薪酬激励方式值得中国借鉴(如股票期权)。在本书中,两位作者强烈地支持股权薪酬形式。与其他非股权薪酬形式相比(如现金薪酬),期权等长期激励措施与高管业绩的关联度较高,是确保高管维护公司和股东利益、促进公司维持长期健康发展的薪酬机制。但作者在肯定股权激励的同时也指出了目前美国期权制度的不足,即高管在行权和售股方面有很大的自由度,使得高管可以通过其影响力导致期权方案偏离公平交易。结果,即使业绩差强人意,甚至表现糟糕,期权计划仍能使高管获利颇丰。那么,我国在制定股票期权制度时,更应特别注意这些问题,加强对股票期权在定价调整、行权期和行权条件等方面的有关规范,控制好高管行权和售股的自由度,公平有效地发挥股票期权长期激励高管的作用。

第二,本书运用的某些分析方法和研究方法值得我们参考。比如,两位作者在分析美国高管薪酬问题时,不仅限于法与经济学的研究方法,还运用了社会学和心理学的研究方法,深刻透彻地剖析了美国高管薪酬问题的根源。作者论述,由于董事会受到社会和心理因素的影响,如“袍泽之谊”、“团队精神”、避免董事会与管理团队发生冲突等自然愿望,以及曾经的友谊和忠诚,会导致董事在事实上根本无法做到真正的“独立”,从而使高管的薪酬制定过程偏离了公平交易模式。说到底,只要存在人为控制,“独立”永远是相对的概念。这个问题在中国可能会表现得更为突出。中国历来是一个礼仪之邦,有着轻法治重人情的文化传统。那么董

事会要在这样一个人情社会里仍然保持“独立”，就显得更加不可思议。为什么我国上市公司独立董事的比例增加了，对独立董事的独立性的要求更严格了，但在实践中效果并不明显？这恐怕就是症结所在。所以，我们在研究中国高管薪酬和公司治理问题时，更应重视这些因素所起到的作用。

又如，书中运用了管理层权力理论研究高管薪酬制度。两位作者在书中指出，由于管理层对董事会的影响非常大，所以高管薪酬虽然名义上是由董事会或下设的薪酬委员会制定的，但实质上是由“内部人”控制着，即高管可以自行决定其薪酬。审视中国大部分国企的高管薪酬，同样也存在“内部人控制”的现象。许多大型国企的高管薪酬事实上是由一把手说了算，董事会下设的薪酬委员会只是形同虚设。另外，管理层权力理论不仅适用于高管薪酬方面的研究，而且还可以适用于其他公司治理问题的研究，如重大决策、人事任免，都存在内部人控制的问题。

但值得注意的是，与美国的内部人控制不同，中国的内部人控制问题有其特殊的历史背景和含义，反映了中国特殊的体制问题。美国的内部人控制是公司股权过于分散下的内部人控制。对此，美国公司遵行“董事会中心主义”，主要靠董事会来监督内部人以解决所有权与经营权分离的代理权问题，而股东在公司治理中发挥的作用较小，普通小股东甚至机构投资者主要通过“用脚投票”的方式来构成对公司的外部约束。而中国国有企业的治理问题是“一股独大”下的内部人控制。处在转型经济中的中国国企企业家具有亦官亦商的“两栖”色彩，实践中并非由市场选拔上来的国企高管滥用权力、造成国企资产流失的情况严重。对此，中国公司遵行“股东大会中心主义”，主要靠股东会直接监督管理层以解决内部人控制的问题，董事会事实上只是一个橡皮图章。但中国国企的股东会真的能承担好这个责任吗？股权最终是国家的，国家是最大的股东。但国家具体是谁？实践操作中，国企出资人的地位由国资委代表国家行使，且由国资委具体决定大部分国企高管的薪酬和任命，但有时会受到地方政府和党的组织部门的影响。这就产生了代理链过长、决策过程中信息不对称等问题，国资委在行使股东权利的过程中可能会遇到结构性的障碍，无法正常地发挥其作用，最终还是让内部人钻了空子。事实上我国国企的

所有者是缺失的。所以,由于中、美“内部人控制”问题的起源相异,与之对应的解决办法和途径也应该不同。

第三,本书提出的某些解决方案对中国的薪酬制度改革也有借鉴意义。在高管薪酬的监督上,本书提出应增强高管薪酬的透明度。就信息披露的方式而言,仅仅向公众公开并为少数市场专业人员所了解是不够的,还要让普通公众投资人也容易理解,一目了然。我国目前高管薪酬信息披露的透明性、可比性较差,不利于投资人和股东识别高管薪酬的“庐山真面目”。要求上市公司更为完整、清晰、准确地披露高管薪酬,有利于投资者和股东做出决策,合理地用“手”和用“脚”投票,从而对上市公司高管起到有效的外部监督作用。

总之,公司面临的经营环境瞬息万变,具有较高经营管理能力的高管无疑是稀缺资源,公司难免有“千军易得,良将难求”之感。然而,仅以千金求得良将,却不能有效地对其加以激励和约束,就难以在商战中久立不败之地。公司合理的高管薪酬到底该是多少,争议未休。但可以肯定的是,合理的高管薪酬必然出自良好的薪酬制定、实施和监督机制,后者是前者的前提条件。与其争论高管薪酬高低,不如借鉴国际经验,改善高管薪酬机制,这是当前我们切实需要做好并可以做得更好的。

最后,我们要特别感谢金杜律师事务所在本书的翻译和出版过程中给予我们的支持和帮助。王俊峰律师、杨小蕾律师和陈慧律师为此书的编译做了大量前期的沟通与协调;蔡世新律师审阅了翻译初稿;王魁律师与南铁健律师也参与了大量的编译工作。没有他们,这本书就不会呈现在中国读者面前,更不会如此精彩。

前言

开始于2001年下半年的公司治理丑闻风潮动摇了公众对上市公司董事会表现的信心,并使人们开始注意到高管薪酬实践中可能存在的弊端。现在大家普遍认为,许多董事会采用的薪酬标准并不符合股东的利益。但对于这些问题的范围和根源的看法意见不一,自然对如何解决这些问题也存在着很大的分歧。

许多人认为公众对高管薪酬问题的担忧被过分夸大了。某些观察家认为只有少数公司的薪酬安排存在缺陷,而大多数董事会都有效地发挥了它们在设定高管薪酬方面的作用。还有些观察家虽然承认薪酬安排中普遍存在缺陷,但仍然相信这些缺陷来自诚实的错误和董事会在寻求股东利益时的错误认识。据此观点,董事会既然已经认识到问题,就可以自行解决这些问题。

本书旨在说服读者上述观点并不可靠。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。它们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。鉴于高管所拥有的权力,人们不能指望董事会能与高管就薪酬问题进行公平的谈判。因此,在目前的公司治理

制度下,高管薪酬制度问题的主要根源在于缺乏有效的公平交易机制,而非董事会可自行改正的一时错误或判断失误。

本书另外一个更为宏观的目的在于增进对美国公司治理制度中某些基本问题的了解。我们为研究美国高管薪酬制度开启了一扇窗户,通过这扇窗户,我们审视了公众对作为股东利益的捍卫者——董事会的信赖是否可靠。美国的公司治理制度赋予董事会相当大的权力,期望董事会监管公司的高管人员。只要公司的董事从股东的利益出发履行其职责,那么目前的公司治理制度中——使董事会免于股东的干预——的这一安排就似乎是可以接受的。但是,我们的研究对这一安排的有效性提出了质疑。

通过全面阐述董事会在决定高管薪酬的过程中,无法发挥其关键的监督作用的过程和原因,我们希望为更广泛地改善薪酬实践和公司治理结构贡献一份力量。正确理解现有问题的根源是评价改革成败的关键。某些观察家虽然现在承认董事会没有充分考虑股东的利益,但他们认为加强独立董事(见近期采用的证券交易所的有关规定)的作用后,该问题将成为历史。但情况并非如此。我们的分析表明,要解决上述问题,董事会不仅要更加独立于公司的内部人员,还必须要更加依赖股东。因此,我们提出改革建议:削弱董事会与股东的隔离。这项改革可能是最有希望改进高管薪酬制度并加强公司治理的途径。

本书基于我们2001年与大卫·沃克的合作研究写成,即“美国的高管薪酬:管理层权力或寻租?”该文发表于2002年《芝加哥大学法律评论》,题为“高管薪酬设计中的管理层权力和寻租”。本书还源自我们两人的另一篇文章,即“高管薪酬:一种代理问题的表现”。该文发表于2003年夏季号《经济观察杂志》。正如我们在本书多处所言,本书还汲取了我们在公司治理方面的其他研究结果。

在写作本书的过程中,我们获得了各方的鼎力支持。特别感谢我们2001年研究的合作者大卫·沃克。大卫参与了本次研究的前期工作并对其发展作出了重要贡献。他于2000年秋开始从事律师执业两年,这使他无法继续与我们一起工作。他良好的判断力和洞察力为我们在2001年

的研究工作提供了很大帮助,在他离开后,我们深感这对我们是多么重要。

我们还要感谢许多人对本书初稿及早先与本书有关的文章作出有价值的探讨和评论。这些人包括马科·阿布拉莫维茨、耶兹·埃普拉鲍姆、埃迪·埃耶尔、富兰克林·博拉蒂、欧仁·巴—吉尔、莉萨·波恩斯坦、玛格丽特·布莱尔、维克多·布鲁德内、布赖恩·伽芬斯、史蒂文·阔伊、鲍勃·库特、布莱德·狄龙、梅尔·埃森博格、查尔斯·埃尔森、埃伦·弗瑞尔、莫瑞特·弗克斯、杰夫·高登、梅图·古拉提、丹·霍尔帕琳、阿萨弗·海姆丹尼、莎仁·汉尼斯、亨利·汉斯梅恩、保罗·霍芝森、马塞尔·卡汉、路易斯·卡普罗、艾拉·凯、雷尼尔·克拉克曼、司徒亚特·吉兰、麦克·莱文、索尔·莱维莫尔、帕伽克·麦克哥恩、鲍勃·芒克斯、凯文·莫菲、理查德·佩恩特、亚当·普林特查德、马克·罗、大卫·齐兹、史蒂夫·夏维尔、安德芮·斯雷夫、爱瑞克·泰利、蒂莫西·泰勒、兰德尔·托马斯、德特立弗·维格兹、史蒂夫·沃格尔、迈克尔·沃彻尔、迈克尔·沃德曼、艾维·维尔伽和大卫·耶麦克等。

我们还获得了各大学和研讨会参与者的有益建议。感谢伯克利法学院(Boalt Hall)、哈佛法学院、哈佛大学肯尼迪政府学院、哈佛商学院、美国法学院商法委员会等关于高管薪酬的研讨会、伯克利商法期刊关于“法律在创造长期股东价值中的作用”的专题研讨会以及芝加哥大学法律评论期刊关于“现代企业的管理和控制”的专题研讨会的参与者。

我们还要感谢许多研究助手,他们给我们提供了很大的帮助。他们是:阿里克斯·埃兹恩、克里斯·巴塞尔、爱芮恩·卡罗尔、梅珊·伊莎贝拉·钟、鲁博伍·盖特曼斯凯、米兰达·龚、尼克勒斯·海克、马修·海恩、瑞恩·坎特、杰森·诺特、克伦·马西亚诺、马修·迈克德莫克、塞里涅·麦德伦、杰·麦兹、艾伦·莫尼克、杰夫·维格内和丹·沃尔克等。我们尤其要感谢马德琳·博格尔斯、朱莉·约翰逊和安妮塔·萨瑞特,感谢他们在我们编写本书过程中提供的有益帮助。由于亚历山大·麦克科内克、吉恩·马丁、埃米莉·奥格登和莫什·斯佩诺维兹的认真编辑,本书在表述方面有了很大改进。

在财务资助方面,我们要感谢哈佛法学院约翰·M.欧林法律、经济

和商务中心,哈佛法学院,伯克利研究委员会和伯克利法学院基金会。卢西恩·伯切克要感谢他在哈佛法学院的前任和现任院长罗伯特·克拉克和埃里纳·卡根,以及欧林中心主任史蒂夫·夏维尔教授,感谢他们的鼓励和支持。杰西·弗里德也因相同的原因感谢其在伯克利法学院的前任和现任院长哈默·希尔·凯、约翰·德维耶尔和罗伯特·博灵。

我们非常感谢我们各自的妻子,阿尔玛·科恩和内奥米·弗里德,感谢她们持续不断地给予我们支持、建议和理解。我们的孩子们——卢西恩的孩子阿伦和优纳顿,以及杰西的孩子乔舒亚、阿维塔和艾雷特——或许他们不太理解,但在编写本书的过程中,这些可爱的孩子给我们的生活增添了许多乐趣。

2004年6月

“首席执行官的薪酬是检验美国公司界是否认真致力于自身改革的试金石。迄今,结果并不令人鼓舞。”

2004 年 2 月,沃伦·巴菲特给
Berkshire Hathaway 公司股东的信

目录

前言 / 1

引言 / 1

第一部分: 通行观点及其局限性 / 11

1. 通行观点 / 13
2. 董事会在进行公平交易吗? / 20
3. 股东有限的干预权 / 39
4. 市场力量的局限性 / 46

第二部分: 管理层权力和薪酬 / 53

5. 管理层权力理论 / 55
6. 管理层权力和薪酬的关系 / 72
7. 高管离职时的影响力 / 79
8. 退休待遇 / 87
9. 高管贷款 / 102

第三部分: 薪酬和业绩脱钩 / 109

10. 非股权薪酬 / 111
11. 传统期权中的意外之财 / 126
12. 传统期权的借口 / 135
13. 再论股权薪酬中的意外之财 / 146
14. 变现股权激励的自由 / 159

第四部分：前瞻 / 171

15. 改善高管薪酬 / 173

16. 改善公司治理 / 184

注释 / 198

目录

1. 前言

2. 导论

3. 薪酬委员会及其职责：公司治理第一要

3.1 薪酬委员会

3.1.1 薪酬委员会的职责

3.1.2 薪酬委员会的组成

3.1.3 薪酬委员会的职责

4. 薪酬委员会对外部影响：公司治理第二要

4.1 薪酬委员会的职责

4.1.1 薪酬委员会的职责

4.1.2 薪酬委员会的职责

4.1.3 薪酬委员会的职责

4.1.4 薪酬委员会的职责

5. 薪酬委员会对外部影响：公司治理第三要

5.1 薪酬委员会的职责

5.1.1 薪酬委员会的职责

5.1.2 薪酬委员会的职责

5.1.3 薪酬委员会的职责

5.1.4 薪酬委员会的职责