

企業管治



何順文 高衍璋

近期

Meeco人力資

源顧問公司公

布一項有關亞

洲地區公司行

政總裁(CEO)

薪酬調查

顯示，香港公

司行政總裁(CEO)全年薪酬及花紅總額

額，平均達二百七十五萬港元(其中固定薪

酬佔二百萬元)，在亞洲排名第二，僅次於

南韓的四百四十五萬元。而中國上海則以九

十六萬五千元排名第十；但根據《中國證券

報》全國高管平均只有十六萬多元，上海為

二十二萬多元。

對小投資者來說，最關心的就是不少上市公司業績或股價下跌時，公司高層的薪酬仍直線上升。這究竟是管理人才難求，還是公司董事會過於寬鬆的結果，仍未能肯定；但溢發認股權卻肯定是其中一個主因。

認股權一直是一個具爭議性的課題。認股權(stock option)是一個獎賞的方法，讓員工有權利去選擇(option)由公司訂下的特定價錢(權利行使價strike price)，特定時間(權利行使期間exercise period，通常是十年)購入公司股票。除了作為挽留人才的工具外，從公司管治角度是員工持有公司股份，令他們在日常決策上，會以股東的身份出發，從而減低代理人問題。

美國的薪酬制度一向都是國際指標，紐約交易所的Initial Rule Text (Section 303 A.08)中註明，股份掛鈎的薪酬制度於股東及管理層利益一致化中扮演非常重要的角色。

認股權在美國已有多年歷史，反觀香港，認股權開始流行及為人所認識始於二〇〇〇年代初的科網熱。雖然香港的普及程度未及美國，但它確實是不少香港打工仔及老闆的切身問題。筆者希望以較全面的角度看看這具爭議性的薪酬工具，今期討論其歷史發展，這些會談論它帶來的好處和問題，希望從美國的經驗，我們能看得值得學習的東西，同時亦可找出一些引以為鑑的地方。

在七十年代，高級行政人員薪酬主要是由月薪及與公司營業額掛鈎的全年現金花紅組成。在這十年間，最高薪的都是最大型鋼鐵廠、汽車製造商、油公司及企業集團(conglomerate)的高層。於六十年代曾經流行的認股權，因七十年代的美國股市低潮而式微。七十年代期間，很多公司都為認股權重新定價(因為股價不斷向下調，把原有的權利行使價調低)，一些公司更干脆把認股權取消。

這段時間，薪酬釐定是以公司的規模作基礎，而不是取決於經理人能為公司創造多少價值(目前內地高層薪酬亦與資產規模有一定的關係)；而非金錢性的報酬如權力、名譽及社會地位則一向都是隨著公司規模而增加，與經理人本身為公司所創造的價值更加無關係。總括來說，在七十年代，只要能在大機構當高層，便可自動享受優厚薪酬。個人對公司的貢獻不太重要，故此，行政人員對於增加公司股價的動力很弱，這種缺失的薪酬制度亦造成當年較弱的公司管治。

併購潮令代理人問題減少

至八十年代，雖然薪酬制度沒有大改變，但此時收購、合併潮相繼出現。擁有過剩現金(Excess Cash)的公司，一方面有機會成為被收購目標，同時亦有能力去收購其他規模較細的公司。為免成為被收購對象，管理人都積極為過剩現金尋找投資機會(亦即把公司的潛在價值發揮，為股東尋找最大利益)。而被視為收購目標的公司，其管理人則刻意增加借貸，令公司負債，務求令公司的吸引力大減，並同時向股東保證借貸得來的資金將用作長線投資上，這些投資將會為公司帶來回報，借此保住飯碗。這些負債公司的管理人自此便要面對債權人的監控，好處是管理人作無謂投資的動機被削弱，公司管治水平因而被提升，亦迫使他們多為公司的長遠利益着想。

相反，穩如泰山的大機構(沒有機會被收購)相比之下則較「懶散」，因為無論它們有多少過剩現金都沒有公司有動力收購它們；而且，美國的股權通常都較分散，小股東亦被動(不會主動監察董事局)，而董事局的成員亦多是「自己人」，故監察很弱。

雖然在八十年代，美國法例及法院判決基本上令惡意收購不能進行，但「為股東增值」的觀念於這段時間再次被重視。同期，投資者及學術界開始吹奏透過認股權及其他薪酬工具，把行政人員薪酬與公司價值掛鈎。現金薪酬在八十年代雖然一直增長，但佔總薪酬的百分比則愈見下降。

「金降落傘」的出現

值得一提的是，在八十年代期間，「金降落傘」(Golden Parachute)的出現。它保證高層職員若因公司被收購而遭解僱時，可獲得一大筆錢作補償。這類合約統稱為控制權改變協議(Change-in-control agreement)。有些協議更訂明僱員不一定要被解僱，只要控制權有變，他們就可獲得該筆錢(例如早前李澤楷擬出售電盈股份時向前總裁蘇澤光提出的條件)。雖然其用途主要是對抗收購(這條款令收購代價提高)，但同時亦減少高層職員對收購的抵抗。高層怕公司被收購後被裁，故都會盡力抵抗。但由於收購價必須



迪士尼前行政總裁Michael Eisner安排任期只有十四個月的期總裁於離職時獲一億美元現金及認股權。

有溢價才能吸引股東買股，故賣盤對股東是好事，所以高層與股東有利益衝突。

其實在美國通過一九八四年赤字減免法案(Deficit Reduction Act)之前，這類控制權改變協議極罕見。美國政府原意是在僱員最近薪酬平均數三倍以上的薪酬支出上向公司徵收特別稅項，目的是要減低公司「金降落傘」的「慷慨支出」。但結果卻令大量原本沒有這類合同的美國公司亦加上協議，而合同中的金額亦以僱員薪酬的三倍為指標。美國最大的一千間公司中，在一九八八年有四成二的公司設有控制權改變的合約；一九九六年升至五成七；至二〇〇〇年則有七成。

發展至今，控制權改變協議淪為「金降落傘」，它讓高層職員在任何情況下都能安全着陆(大賺一筆)。其中一個著名例子是迪士尼前行政總裁Michael Eisner安排任期只有十四個月的前總裁Michael Ovitz於離職時得到總值一億美元現金及認股權，但Michael Ovitz是個不稱職的總裁卻是街知巷聞。

CEO薪酬成政治議題

踏入九十年代，認股權再次流行起來，而行政總裁的薪酬亦成為美國政治界的一個重點。一九九二年的總統選舉，各大公司行政總裁的高水平薪酬更成為競選議題之一。當年曾有人向國會議員建議若公司內最高層與最低層雇員的薪金相差逾二十五倍的話，這些高層的新金支出公司便不能扣稅。另外，有參議員建議一項法案名為「公司薪酬責任法案」(Corporate Pay Responsibility Act)，內容指股東在薪酬制度上應有更大權力。而美國證監會亦於一九九二年二月開始要求公司行政總裁的薪酬內容應包括投票授權書(proxy statement)，目的同樣是給予股東於制訂管理層薪酬上有更大的權力。

一九九四年，前美國總統克林頓的稅務法案(The Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993)訂明所有不與表現掛鈎的薪酬若超過一百萬美元的話，都被界定為「不合理」，所以公司不能把薪酬扣稅，除非表現達到特定指標或有特殊原因除外。此舉原意是要為過高的薪酬降溫，但跟「金降落傘」的情況一樣，結果對降溫毫無幫助，甚至弄巧反拙。此法例一出，各公司反而把固定現金薪酬(不與表現掛鈎)剛好定於一百萬美元水平，並大舉把認股權提升超越一百萬美元以作扣稅用途。企業只要提出一些似是而非的指標，便能輕易取得扣稅。此法案漏洞最終成為行內笑話。為甚麼認股權被稱為管理層的毒品？認股權如何把安穩推向死亡？問題出在哪裏？是誰的責任？應如何解決？這些問題留待這些再討論。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
高衍璋 浸會大學工商管理學院博士研究生