

## 第二章 傳統代理理論下的經營者報酬

### 第一節 概說

為了知悉經營者報酬於公司治理體系中所扮演之角色，以及認清當前該議題種種議論的起因為何，因此有必要先瞭解建構出當前經營者報酬制度之基礎理論為何，如此始能更進一步探討該制度之缺失與其未來之走向，是以，在本章中，本文將先介紹經營者報酬議題背後的基礎理論假設，即「傳統代理理論」，以導出經營者報酬議題於公司治理體系中之定位，與其基本輪廓。接著，再說明近來於美國學界，有關此基礎假設之衍生理論所引發一連串熱烈討論的理由為何，藉此引出目前美國的經營者報酬制度缺失之所在，以銜接後續章節的討論。

### 第二節 代理理論

#### 第一項 理論基礎與假設

#### 第一款 理論形成之背景

美國學者 Berle 與 Means 在其 1932 年出版的”*The Modern Corporation and Private Property*”一書中指出，關於美國公司型態之發展，在早期為主流的閉鎖性私人所有公司已經逐漸被大型的公開發行公司所取代，在此種大型公開發行公司中，由於公司的股份得在集中交易市場自由交易，使得公司股權逐漸分散，持有公司股權之股東人數也因此大量增加，最後導致公司之所有權與控制權產生明顯的分離狀態，即公司之所有權由股東所擁有，然而控制權卻掌握在專業經營者手中。此種所有權與控制權分離之現象，公司的絕大多數股東僅持有少量股份、無控制股東存在、而完全由經營階層掌控之公司中尤為顯著。

由於現代公司普遍存在著股東僅各自持有少量股份與公司實際上被專業經營者所掌控之經營與所有分離的現象，學者 Jensen 與 Meckling 所提出之傳統代理理論，亦建構於經營與所有分離現象之假設上被發展出者。<sup>8</sup>

## 第二款 基礎假設

傳統代理理論主要聚焦於公司所有者與受雇人間之關係，其假設公司之所有者（股東）為「本人（principal）」，公司之受雇人（包含經營階層與非經營階層）為「代理人（agent）」，由於公司之組織規模可能過於龐大且本人也可能沒有時間與意願來管理公司，因此利用代理人來組織、管理公司便有其必要性；再者，本人也可能希望借重代理人之學識、經驗與創造力來增進公司的獲利能力以使本人獲益<sup>9</sup>。在傳統代理理論中，此種本人與代理人透過契約之締結，使代理人以最大化本人利益之目的來代替本人履行某種職務義務的關係便稱為「代理關係（agency relationship）」<sup>10</sup>。

然而，由於在大多數現代公司中普遍存在著所有者（本人）與經營者（代理人）分離的狀態，此種型態的管理模式被認為可能使經營者產生內在的「道德危險（moral hazard）」。經營者之道德危險可能主要導因於下述原因：1. 對分散的所有者而言，欲召集彼此並進行意見交流、溝通有相當大的困難，因此經營者將就公司的經營策略及決策程序之擬定享有更大的決定權；2. 公司所有者與經營者之利益可能發生不一致的情況，此時經營者可能選擇最大化自己的利益，而非公司所有者；3. 由於經營者對於公司內部資訊之取得處於優勢地位，將給予其更大的力量以設法得到所有者的各種許可（concession）。<sup>11</sup>

上述情況之存在可能使經營者產生道德危險，導致經營者之決策目的非為最大化所有者之利益，反而係以自身利益作為考量基礎進而做出可能對所有者不利之決策。而此種因公司之所有權與控制權分離所產生的股東與經營者間利益不一致，所衍生的問題即稱為「代理問題（agency problem）」。

舉例而言，當公司股東與經營者之利益取向不一致時，經營者可能受個人利益之影響而扭曲了自身的經營判斷進而影響公司規模，例如，公司

---

<sup>8</sup> Peter Casson, *Company Share Options*, John Wiley & Sons, LTD (2000), at 24.

<sup>9</sup> Thomas J. Bergmann, Vida Gulbinas Scarpello, *Compensation Decision Making*, Harcourt College Publishers (4th, 2001 ), at 89-90.

<sup>10</sup> Peter Casson, *supra* note 8, at 25.

<sup>11</sup> Luis R. Gomez-Mejia, David B. Balkin, *Compensation, Organizational Strategy, and Firm Performance*, South-Western Publishing Co. (1992), at 165-166.

的執行長（CEO）可能會為了增加個人的聲望、報酬、與其他個人利益，而埋首致力於建立大型企業帝國。為了達成此目的，其可能選擇進行將降低股東價值的併購活動或額外的投資；或者可能在公司被建議應縮小規模時，未能即時進行改革以減少營運規模；另外，為了幫助未來企業帝國的建立，即使當公司並無可獲利的投資機會時，仍選擇保留過多的現金在公司，而不將剩餘的資金分派予股東。又例如，經營者可能在其已非該職位之最佳人選時，為了繼續掌控公司，而選擇拒絕對公司有益的併購要約、阻擾可能增加股東價值卻危及自身地位的收購活動，並進而採取反併購措施來鞏固自己的地位，使自己更難以被取代。<sup>12</sup>

為了避免經營者之道德危險引發的代理問題，並使經營者能確實以最大化公司所有者之利益的目的來經營、管理公司，首先，本人可能會透過提供適當的誘因並花費成本去監督經營者之行為，以設法抑制本人與代理人間利益取向之分歧，而此種成本被稱之為「監督成本（monitoring costs）」；其次，經營者可能必須花費成本來擔保其不會採取有害於股東之行為，而此種成本則稱之為「擔保成本（bonding costs）」；最後，縱使股東與經營者已經付出監督成本與擔保成本，經營者之行動與股東之利益間仍然可能存有歧異，而因此所造成的損失即稱之為「剩餘損失（residual loss）」。監督成本、擔保成本與剩餘損失之總和則被統稱為「代理成本（agency costs）」。<sup>13</sup>由於代理成本可謂為現代公司所有權與控制權分離狀態下之產物，應如何將公司的代理成本降到最低也成為當代公司治理議題下的核心問題。<sup>14</sup>

## 第二項 代理成本之抑制

支持傳統代理理論假設的學者認為，為了享受現代公司型態之優點，例如需求資金的累積、風險分散、經濟規模以及經營者的專業化等，承受與此種公司型態所伴隨而生的代理成本則成為一種必要之惡。為了減少公司承擔之代理成本，學者主張本人得透過設置代理人行動之監控機制與建立誘因以使公司所有者與經營者間之利益取向趨於一致，來達成此目的。<sup>15</sup>

<sup>12</sup> Lucian Bebchuk and Jesse Fried, *Pay Without Performance—The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, at 15-17. (2004)

<sup>13</sup> Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, No. 4 (Oct. 1976), at 308.

<sup>14</sup> Michael B. Dorff, *DOES ONE HAND WASH THE OTHER? TESTING THE MANAGERIAL POWER AND OPTIMAL CONTRACTING THEORIES OF EXECUTIVE COMPENSATION*, *Journal of Corporation Law* (Winter 2005), at 257.

<sup>15</sup> Luis R. Gomez-Mejia, David B. Balkin, *supra* note 11, at 166.

## 第一款 代理人行動之監控

當本人欲透過監控來達成減少代理成本之目的，可透過（公司）內部管理、市場控制以及股東之監督三個面向三管齊下，使其相互影響進而產生監控效果。

### 第一目 內部監控

學者認為，公司可被視為是本人與代理人間一系列契約的連結，而這些本人與代理人間締結之契約（或可稱為「內部規則」），一方面允許公司此一組織去利用經營者的專業知識，但同時也限制經營者的權限，而經營者的權限將依據各代理人在公司內部身處的地位與被評價的績效標準而受到不同的限制。

本人與代理人締結之契約將透過複雜的決策程序而被執行，此程序約可區分為四個階段：第一、決策之提出，公司之高階經理人被期待提出構想與意見來活用公司現有資源，並審視公司所處之競爭環境，以辨明公司可能的獲得機會與潛在危險；第二、決策之核准，高階經理人所提出之行動建議必須先獲得一個由個人所組成的獨立團體（通常為董事會）的同意，始得付諸實行；第三、決策之實行；第四、績效之衡量，在此階段，本人或其代表將就高階經理人所作出的貢獻進行評價，並依據評價結果給予回報。於此四階段，由代理人負責的「決策提出與實行」被稱之為「決策管理（decision management）」；而由本人進行的「決策之核准」與「績效之衡量」則稱為「決策控制（decision control）」。

學者認為，透過公司內部的層級式決策管理與監控模式，由較高階層之代理人來核准、監督較低階層的代理人，再由董事會負責核准與監督公司最重要的決策並決定高階經理人之任免與獎酬，將能對因公司之決策者（經營者）與風險承擔者（股東）不同所產生的代理問題提出一個有效的控制方法。<sup>16</sup>

惟，倘若欲依靠此監控模式來達成控制代理問題之目的，公司最高層級的監督者——董事會是否能確實發揮其被期待的監督功能，則為關鍵之所在。一般認為，董事會能否扮演好監控角色的關鍵，在於非管理職之董事（non-executive directors）是否能確實發揮其作用，而非管理職董事能否盡到監督之責的前提條件，則為其與公司之間必須無利益衝突存在、忠於公司，且與所監督之高階經理人之間無特殊關係，而具備此些條件的董事便被稱為「獨立董事（independent director）」<sup>17</sup>。獨立董事也因此被認為係董

<sup>16</sup> Luis R. Gomez-Mejia, David B. Balkin, supra note 11, at 166.

<sup>17</sup> Peter Casson, supra note 8, at 40.

事會監督功能能否發揮的重要關鍵，因此，在探討公司內部監控領域時，獨立董事能否發揮作用即成為關注的焦點。

## 第二目 市場監控

透過市場來確保經營者係為使股東獲利此一目的而行動的管道，約可從勞動市場、產品市場以及公司控制權市場三個面向切入思考。首先，在勞動市場方面，經營者為公司所作之一切貢獻可被視為是一種名譽資本的建立，此種名譽資本將使經營者在勞動市場中具備更多的競爭力且能自由遊走於其間；然而，若經營者被認為無視於股東利益僅為自己之利益而行動或者工作之執行無效率時，將減少其於勞動市場中所建立的名譽資本，如此將有促使經營者為股東之利益而行動之誘因。其次，在產品市場方面，產品市場將提供一個關於經營者決策效率的信號，當經營者作出一個良好的決策，產品市場將透過公司之產品或服務之價格以及交易額的提升來彰顯其才能。<sup>18</sup>

最後，在公司控制權市場方面，因公司控制權市場為公司經營權爭奪之場所，而公司間的併購活動又為經營權爭奪過程中常使用的手段之一，其中又尤其以敵意併購（hostile takeover）往往被認為帶有懲罰之性質。因為經營者的績效將被市場上的潛在併購者密切關注，且併購活動之發生可能導致現任公司經營者喪失其地位，故當公司經營績效欠佳時，公司控制權市場中的潛在併購活動將可能因此對經營者之職務形成威脅，而此種威脅的存在則被認為將有助於減少經營者採取非屬股東價值最大化之行為。再者，倘若此種威脅未能對經營者發生功效，則採取非股東價值最大化行動的現任經營者，將可能由於併購行動的實際發動而被其他更有效率之經營者所取代。<sup>19</sup>

然而，公司控制權市場中的併購活動對於公司現任經營者而言，是否確實具備一定程度的懲罰功能？針對此一問題，學者嘗試提出相關假設來進行實證研究，例如，於併購行動實際發動前，目標公司之經營績效是否劣於同產業間？併購成功後，被併購公司的經營階層是否更動？以及於併購成功之後，公司的整體績效是否有所成長？等等，惟，各個研究結果所得出之結論並不一致，且縱使得出確實有正面相關性之實證分析結果，該證明之強度亦仍嫌不足，無法肯認懲罰效果確實存在<sup>20</sup>。因此，公司控制權市場對於公司之代理問題究竟能提供多強的監控力量仍有待進一步的證明與確認。

---

<sup>18</sup> Id, at 26.

<sup>19</sup> Id, at 34.

<sup>20</sup> Id, at 38-39, 56.

### 第三目 股東之監督

近二、三十年來，美國的大型公開公司之股權結構逐漸發生變化，從過去多由個人股東直接持有股份，逐漸演變成透過投資機構來間接持股，而此種演變也意味著，公司之股權結構已逐漸偏離學者 Berle 與 Means 所提出之股權極度分散的典型公司型態，改而轉向由少數機構投資人集中持有公司多數股份之結構。隨著此種新型態股權結構的出現，另一種稱為「股東行動主義 (shareholder activism)」的監督型態也跟著應運而生，其代表著一種由股東、機構投資人監督經營者績效，且介入並更正公司不良績效以及經營者的自我交易之概念。<sup>21</sup>

學者認為，當市場上的併購活動數量下降而造成資本市場的公司監控功能衰退時，機構投資人所扮演的監督角色便越形重要，且其亦有誘因為之。蓋於股票集中交易市場中，倘若同一股票被大量釋出，該股之股價將因此受影響，尤其於當公司之績效不佳而導致投資人欲大量出清持股時，該股股價將因供給大於需求而大幅下跌，則此時，縱使機構投資人欲釋出全部之持股亦需承擔一同伴隨而來的股價下挫之損失。因此，對機構投資人而言，監督並介入公司事務之選項可能將較全部釋出持股更為合理。<sup>22</sup>

然而，實際上，若機構投資人欲對公司之事務進行監督，其需承擔因此而生的監督成本，但由於機構投資人的監督行動所生之利益卻將由全體股東所共同享有，對機構投資人而言，可能相反地產生希望「搭便車 (free-ride)」的誘因，即利用其他投資人的監督成本，坐享其他投資人的監督成果。因此，除非某公司之股份於某機構投資人之投資組合中佔有很高之比例，使得該機構投資人可從監督、介入該公司事務所生之成效中獲得更高比例的利益，否則總體而言，促使個別的機構投資人進行監督之誘因實際上非常微弱，而此觀點也與實證分析之結果相一致。<sup>23</sup>

### 第二款 利益分歧之調和

除了前述之監督方法，另一種降低代理成本的方法係調和本人與代理人之利益取向。是以，此方法著重之重點並非監督經營者之行為或設計公司決策制度中的審查與協調方法，而係根據代理人為本人最佳利益所作努力給予的回報，因為本人很難直接監督代理人是否確實履行其義務，故有需要設計某些激勵制度來促使本人與代理人間之利益取向趨於一致。

---

<sup>21</sup> Id, at 27.

<sup>22</sup> Id, at 50.

<sup>23</sup> Id, at 52, 58.

一般最典型的激勵方法係透過代理人之報酬設計來達成激勵之目的，即將代理人的報酬與某些可象徵代理人努力成果之數據相連結，來計算代理人可獲得之報償。<sup>24</sup>此種代理人努力成果之象徵通常為客觀、可計算的公司績效數據，例如股東權益報酬率（Return on Equity）<sup>25</sup>、每股盈餘（earnings per share）<sup>26</sup>或將公司股價之變化與事前已擬定之計算公式相連結，來確定經營者可獲得的報償。

本人透過監督代理人之行動、及調和與代理人間分歧之利益兩方法雙管齊下，藉由兩者彼此間相輔相成來以達成降低代理成本之目的，惟兩方法之使用比重，可能會因相關因素之影響而或有高低。例如，由於本人所能取得關於代理人行動之資訊極其有限且難以解讀，或欲收集相關訊息過於耗費時間且複雜，而且，要求本人直接去觀察與評估代理人行動是幾乎不可能之事。因此，當獲得有關代理人行為的可靠資訊之難度越高，公司倚賴報酬設計之比重也將越高。

惟，另一方面，由於與經營者之報償相連結的個別績效指標也可能無法表達出公司整體情況，將可能造成代理人忽視其他重要但卻未被報酬評估公式納入計算之績效指標，並且造成管理、決策行為上的偏頗。舉例而言，公司經營者可能會為了獲得更高之紅利分派，決定大量削減資本支出（capital expenditure）<sup>27</sup>，甚至進行盈餘管理，以使財務報表上顯現更高的年度獲利。是故，無論本人於監督代理人行動時會遭遇多少困難，其也無法僅依靠利益調和措施來達到減少代理成本之目的。<sup>28</sup>

---

<sup>24</sup> Id, at 27.

<sup>25</sup> 所謂的「股東權益報酬率」係利用公司的稅後淨利除以平均股東權益計算而出之數據，用以衡量平均每1元股東權益所賺得的稅後淨利，以作為衡量企業投資報酬績效的指標，且可用於與同業比較以評估公司在產業中的相對表現。謝劍平，財務管理原則，作者自版，2005年10月初版，頁70。

<sup>26</sup> 所謂的「每股盈餘」係由公司的稅後淨利除以流通在外股數而得出，其代表著股東每持1股可享得的單位利益。同前註，頁59。

<sup>27</sup> 所謂的「資本支出」，即為企業內用以擴大資產、提升服務效率等進行長期投資活動所形成的支出，這些支出的收益期間超過1個會計期間，大多用於添購、擴充固定資產，或增加現有固定資產的價值，例如企業購買或升級設備、所有物或工廠建築即可列為資本支出範疇。由於資本支出的特點為投資持續時間長、投入的資金龐大，同時企業所擔當的風險亦較大，因此資本支出預算對於企業未來的獲利及財務狀況會造成一定程度的影響力，也使得企業評估時往往須謹慎以對。另一方面，外界亦會以企業當年度所投資的資本支出金額，做為評估該公司擴充產能積極與否的指標數據。<http://www.digitimes.com.tw/n/TermShow.asp?id=B00014>. 最後瀏覽日期：2008/7/7.

<sup>28</sup> Luis R. Gomez-Mejia, David B. Balkin, supra note 11, at 167.

### 第三節 傳統代理理論下之經營者報酬定位

承上所言，經營者之報酬於現在大型公司中，被認為具有減緩因經營權與所有權分離所導致之代理問題的功能，而在公司經常使用的報酬工具中，股權性報酬（equity-based compensation）尤其被認為具有調和經營者與股東間之利益分歧，驅使公司經營者居於股東之立場為公司擬定決策，並進而以最大化股東利益為決策目標的功能。然而近年來，關於經營者報酬於傳統代理理論下之定位究竟為何？在學界中引發了熱烈的討論，針對此議題，學者之間也形成了兩種不同的觀點。

針對經營者報酬與代理問題之間究竟應如何連結？此一問題，過去，大多數的財務經濟學者於研究經營者報酬時，傾向將經營者的報酬契約視為代理問題的處理工具，而此種見解一直以來皆為討論經營者報酬議題的主流觀點，學者也將此看法稱之為「理想締約說（optimal contracting approach）」<sup>29</sup>。另一方面，有學者認為，經營者之報酬契約於傳統代理理論中，不僅係作為代理問題的處理工具，其本身亦同時為代理問題之一環，因此將經營者報酬的研究重心擺在經營者（尤其是以 CEO 為首的高階經理人）對於其報酬契約的影響力之上，並將此觀點稱之為「高階經理人權力說（managerial power approach）」<sup>29</sup>，而近年來，支持此觀點的學者也逐漸增多。以下即針對兩觀點之差異說明之。

#### 第一項 理想締約說（Optimal Contracting Approach）

於有關經營者報酬之學術研究中，長久以來居於主流地位的研究方法為所謂的「理想締約說」，此為多數財務經濟學者所持有之觀點，且亦為許多法律學者所採納。理想締約說的根本想法係認為，為了達到調和股東與公司經營者間代理問題之目的，公司必須與經營者締結一份最理想的報酬契約（即能使股東與經營者間之利益取向趨於一致之契約），而此種理

---

<sup>29</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, EXECUTIVE COMPENSATION AS AN AGENCY PROBLEM, 17 *Journal of Economic Perspectives* 71-92 (2003), at 1-2.

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=364220](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=364220) 最後瀏覽日期：2008/7/10.

Lucian Arye Bebchuk 與 Jesse M. Fried兩位學者後來於其2004年出版的著作”*Pay Without Performance—The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*”一書中，將「理想締約說(Optimal Contracting Approach)」改稱為「對等協商說(Arm’s-Length Bargaining Approach)」，惟因其他學者於討論此議題時仍多使用「理想締約說」此一名稱，本文也依循多數學者的作法將之稱為「理想締約說」。



想報酬契約將可透過三種途徑產生：(1)董事會將秉持對等無私之態度來選擇將能最大化股東價值的報酬契約；(2)儘管董事會之行動受到高階經理人的影響，由於高階經理人受制於市場力量而必須得選擇將最符合股東利益之報酬契約；或(3)股東將使用公司法所賦予之權利，去阻止對股東而言並非最理想的報酬契約，並因而迫使高階經理人採取能最大化股東價值之契約。<sup>30</sup>而此三者中又以董事會所扮演之角色最為重要。

關於董事會扮演之角色，理想締約說主張，在現代的大型公開公司(in large, publicly traded companies)中，董事會將會為了股東之利益，藉由和高階經理人就其報酬契約進行對等(at arm's length)協商，來設法以最有成本效率之方法提供高階經理人適當的誘因，以減緩高階經理人與股東間之代理問題。許多財務經濟學者便依據此觀點進行大量地研究，企圖去解釋經營者報酬契約的多樣化特性以及各公司間報酬運作的代表性差異<sup>31</sup>。

## 第一款 理想契約之要素

在理想締約說下，為了抑制代理問題，經營者的報酬契約必須肩負調和經營者與股東之間利益分歧之任務。因此，使經營者與股東間之代理成本最小化的報酬契約，設計的適當與否，便成為任務能否達成的關鍵。而由於實際上沒有一種契約能完美地去除所有存在於股東與經營者之間的代理問題，因而，一份理想的契約能將代理成本最小化，並且賦予經營者適當的誘因，進而使董事達成最大化股東利益之目的。

是以，為了設計出理想的報酬契約，設計者必須使契約具備三項功能：1.吸引並且留任能力高的高階經理人、2.提供高階經理人發揮充分之努力以及作出符合股東利益之決策的誘因、以及 3.最小化所有成本<sup>32</sup>。以下即簡單說明這些理想契約的構成要素。<sup>33</sup>

### 一、誘使高階經理人接受並且留任公司職位

一位成功的大型公開公司 CEO 無疑地擁有珍貴的本領與才能，因 CEO 必須管理一個擁有龐大數量受雇人的組織、為公司提供策略上的指揮、與決定何時、或是否公司應併購其他公司或者接受其他公司的併購要約，因此，擁有此些必要特質的個人是稀有且為各公司所競相爭取者。當然，報酬並非唯一吸引與留任位於公司金字塔頂端人才的因素，但係其中重要的

<sup>30</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker, MANAGERIAL POWER AND RENT EXTRACTION IN THE DESIGN OF EXECUTIVE COMPENSATION, University of Chicago Law Review (Summer 2002), at 764.

<sup>31</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker, supra note 30, at 753-754.

<sup>32</sup> Id., at 763.

<sup>33</sup> Id., at 761-762.

一環。

為了吸引高階經理人接受並留任於其職位，公司必須提供一個達到或超越高階經理人的機會成本（也可稱之為「留任價值（reservation value）」）的綜合利益誘因，高階經理人的留任價值在某種程度上具有引起其對於風險之慾望的作用，公司要求具風險趨避（risk-averse）<sup>34</sup>特性的高階經理人接受包含風險性要素之報酬組合，即必須在高階經理人所期待的價值基礎上提出更高的總體報酬，以抵消承擔風險之成本。<sup>35</sup>

## 二、努力經營的誘因

公司必須提供予高階經理人之激勵誘因主要有兩方面：其一、提供誘導高階經理人盡力工作之誘因；其二、激發高階經理人作出提高股東利益之決定的誘因。一旦處於任何的代理關係中便有代理人將為本人花費過少努力之風險，即高階經理人可能有誘因以相較於理想狀態更少的努力為股東盡力，而此種情況之產生，係由於高階經理人享有自身空閒時間的所有利益，但僅能獲得因其之努力而對公司產生價值中的一小部分。

在大多數大型公開公司中面臨到的第二種代理問題是，高階經理人可能作出將最大化其自身效益但未能最大化股東價值之決定。此種決定可能包含，為了安置公司員工而建造豪華的辦公大樓或給予其他過多的額外補貼、選擇低風險的經營策略、企圖阻攔將增加股東價值的併購嘗試、被呼籲精簡公司時未能進行改革以縮減公司規模、以及由於是好友而拒絕解雇不適任的部屬。

由於 CEO 必須面對的重大決策的多樣性極度地廣泛，且在某個個案中能適當地使誘因趨於一致的報酬設計可能在另一個案件中便變得較無效益，再加上，下一年度中可能遭遇的關鍵決策之性質往往無法預測，因此使得理想報酬計畫之設計更加地複雜。<sup>36</sup>

## 三、成本

高階經理人的留任價值位於報酬價值中較低層之範圍，而其對公司之成本亦為如此。然而，公司可能希望給付高階經理人較留任價值更高之報

<sup>34</sup> 公司的高階經理人作為股東的代理人，向來被認為較公司的所有人（股東）具有更高的風險避趨特性，因當公司未能達到某個最低的獲利水準，或當公司的股價於一段相當的期間內持續低迷時，對於高階經理人而言最不利結果便係與公司之雇用關係的終止。高階經理人的職務保障與報酬無法藉由如同大多數股東分散投資組合之方式來獲得保護，為了維持生活水準，高階經理人對其收入損失之承受能力，通常無法達到如同股東對其收益之上下波動所能負荷之程度，因此，高階經理人易傾向避免採取高風險的經營策略，以避免公司於失敗時可能遭受的重大損失。Luis R. Gomez-Mejia, David B. Balkin, *Compensation, Organizational Strategy, and Firm Performance*, South-Western Publishing Co. (1992), at 212.

<sup>35</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker, *Supra* note 30, at 762-763.

<sup>36</sup> *Id.*, at 763.

酬以創造高階經理人採行將增加股東價值之行動的誘因。在理想的締約模式下，股東應持續授予高階經理人利益直到因此增加之成本高於因誘因產生的增加利益為止，而一位試圖最大化股東價值的報酬計畫設計者，便應從計畫的激勵效果與其對公司帶來的成本之觀點來考量可選擇的計畫結構。<sup>37</sup>

## 第二款 理想締約說之理論內容

理想締約說認為，在報酬契約的締結過程中，董事作為股東的忠實代理人，將根據 CEO 與其他高階經理人為公司所作之貢獻，與其等進行對等之報酬協商，董事將以能適當地使高階經理人之利益誘因與股東趨於一致、並最小化代理成本的條件，來謀求一份最有效率的報酬契約。而分析理想締約說之主張，可將此主張區分為下述三大項要素：

### 一、董事是股東的忠實代理人

在美國，各州公司法原則上將經營公司之權限授予董事會，而非 CEO 或其他高階經理人，公司之營運事務在董事會的指揮之下將獲得處理。惟，雖然董事會擁有法定之管理權限，但因公開公司之董事多各有其主要職業，無法花費全部的時間來扮演董事之角色；此外，許多董事同時擔任多間公司之董事，因此，董事通常將公司日常事務之管理委託予公司的高階經理人，尤其是 CEO。惟在委託予高階經理人的同時，董事會所擁有的干預權力被認為將能使高階經理人不致逾矩，董事會之干預威脅被認為將能治癒高階經理人趨於為自利行為的傾向，因此將能降低代理成本。

而董事在選任與雇用高階經理人之後，董事也必須監督代替自己的高階經理人之表現；而且，關於公司的重要決策，例如如何回應併購之要約，最後仍需由董事會再次審視，董事會有接受或拒絕高階經理人建議的完整權限。另外，董事於實行監督任務時，因其對公司和股東負有受任人義務（fiduciary duty），董事會必須以公司與股東之利益為指導原則；除受任人義務之限制外，董事亦被認為仍有誘因去為股東之利益而努力，蓋因若不如此，可能導致股東藉由投票給不同的董事候選人或將股票出售予敵意併購者以替換董事會。<sup>38</sup>因此，理想締約說認為，由於董事肩負受任人義務且為了保住自己的職位，其有誘因與責任作為股東利益的保護者，是以，董事將能成為股東最忠實的代理人。

### 二、對等協商

<sup>37</sup> Id, at 763-764.

<sup>38</sup> Lucian Bebchuk and Jesse Fried, *supra* note 12, at 17.

倘若無視高階經理人「做的少、收的多」的利益趨向本質，而允許由高階經理人設定自身的報酬，明顯將產生龐大的代理成本，因此，董事會被託付了作成報酬決定之任務。而因董事是股東的忠實代理人，是以理想締約說認為，董事會將僅會把公司與股東之利益置於心中，以公正、對等的態度與高階經理人就其報酬進行協商。而此看法也構成了美國公司法看待董事會作成之報酬決定的基礎；再加上經營判斷法則(Business Judgment Rule)推定，董事將運用其商業判斷來為股東服務，法院通常會聽從董事會在關於報酬議題上之決定，如同德拉瓦州最高法院所述：「高階經理人報酬之規模與結構係屬(董事會)固有的判斷事項，而應獲得法院極度的尊重。」

另外，此看法也構成大多數財務經濟學者就高階經理人報酬所作之大量研究之基礎，在經濟文獻中假設的主要模型是，在報酬之協商中，董事係相對於高階經理人而居於一個獨立的立場，董事被視為僅為了服務股東此一唯一之目的而與高階經理人進行報酬協商。<sup>39</sup>

### 三、最有效率之報酬契約

如上所述，一份在高階經理人與董事會之間，為了最大化股東價值而經由對等協商所產生的高階經理人報酬契約，必須在誘使高階經理人願意留任、致力於公司經營的同時，兼顧公司負擔之成本。

經濟學者長久以來相信，有效率的報酬契約應與績效相連結，以引起高階經理人努力工作的誘因。惟，倘若將高階經理人之報酬與其績效相連結，公司必須去增加高階經理人之報酬水準，而對於高階經理人而言，與績效相連結之報酬與有相同期待價值的固定報酬相較之下顯得較無價值。蓋，公司之績效可能倚靠某些超出高階經理人控制範圍的未來因素，而且將高階經理人之報酬與績效相連結將使得報酬水準不確定，高階經理人通常具有風險趨避(risk averse)特性，而此種風險趨避特性將使得以績效為基礎的報酬對高階經理人而言較無價值，因此，需花費較一般的固定報酬更高的績效基礎報酬才能達到高階經理人的留任價值。而既然給予高階經理人誘因具有相當的重要性，一份有效率的契約便被要求，以授予誘因並回饋經營績效的報酬型態來建構報酬契約中的主要部分。也因此，經濟學家長久以來一直在強調增加報酬與績效之連結性的重要性。

確實，績效基礎報酬之激勵效益可能實質上足以使股東願意給付高階經理人超過雇用與留任其等所需要之留任薪資的報酬。舉例而言，當預期給予高階經理人更強激勵效果，將增加公司超過100萬的價值時，另外授予高階經理人100萬的績效基礎報酬將被認為是值得的。然而，重要的是，此種超越留任薪資所增加的報酬僅於其係以績效基礎形式被授予時始能

---

<sup>39</sup> Id, at 17-18.(book)

發生作用。<sup>40</sup>

### 第三款 主張之證明

理想締約說主張，經營人才的勞動市場亦如其他的勞動市場一般地運轉，在典型的勞動市場中，雇用人尋找符合職務資格的求職者，且就求職者的薪資與其進行對等之協商。雇用人會為了給予受雇人為雇用人之利益而努力之誘因、並減少監督與剩餘成本，而周密地設計報酬契約以最小化代理成本。同樣地，在公司組織中，董事代替公司的所有者（股東）尋找最能勝任的高階經理人，並就高階經理人的報酬與其進行對等協商，試圖調整報酬組合以最小化代理成本。但由於近二、三十年來，美國大型公開公司高階經理人之報酬不斷飆高，理想締約說之主張逐漸受到質疑，而為了支持此主張，贊同理想締約說之學者針對目前報酬之實際狀況，提出下列四項支持論點，用以證明理想締約說之主張仍是成立的。

#### 一、CEO 擁有珍貴的才能與學經歷

針對美國大型公開公司的 CEO 每年皆領取超高額報酬之現象，學者認為，公司之所以願意慷慨地給付 CEO 高額報酬，是因為僅有極少數人（如 CEO）能同時擁有經營一間大型公開公司的才能、魄力與經歷。就如同在經濟學的其他領域中，當需求增加且供給有限，則價格便會提高，CEO 獲得豐厚報酬的理由也與專業運動員、音樂家、演員、甚至某些律師相同，即市場決定其值得擁有這個價格。雖然 CEO 之薪資相對於通貨膨脹已經取得深刻的成長，但此種增加僅證明最優秀的管理人才持續取得越來越高的價格。是以，鉅額薪資便成為此種人才短缺的最佳證據，另外，大型公開公司的多數 CEO 皆擁有之高水準學經歷，也足以成為證明之一。

#### 二、經營者報酬與公司績效緊密連結

理想的契約將能藉由給予高階經理人和其所增加之股東財富成比例的回報，來引導高階經理人朝向增進公司績效之目標而努力，是以當締結之報酬契約適當時，經營者報酬將與公司成功與否的重要衡量標準（例如獲利之增加、股價之成長）緊密地相互連結，而這樣的相互關連正是被股東所期望見到的，此種連結也已經透過股票選擇權（stock option）<sup>41</sup>的廣泛使用被實現。於 1990 年代間，因大多數公司股價急遽地上揚，經營者之報酬也不令人意外的呈現此種走向；而縱使於公司績效表現不佳時，經營者之報酬平均而言並未減少，但報酬之成長確實明顯地減緩，此點確實

<sup>40</sup> Id, at 18-20.(book)

<sup>41</sup> 關於股票選擇權之說明，請參閱本文第三章第三節第二項第一目。

也顯現出對於經營者之失敗的反應。

### 三、高額經營者報酬係源於協商之力量

支持理想締約說之學者認為，目前高額的經營者報酬之所以產生，係導因於協商之力量（bargaining power），而非因董事會的拉攏，而此點將可透過檢驗從公司外聘僱而來之高階經理人的報酬得到證明。倘若經營者報酬的增加係因董事欲拉攏 CEO 等高階經理人所造成，則從其他公司聘僱而來的高階經理人因尚無機會與現任董事會建立任何關係，應可預期外來的高階經理人將獲得較低之報酬；然而，實際上剛好相反，外來的高階經理人平均而言較從公司內部晉升的高階經理人獲得更高的報酬。此結果也說明了，高階經理人之報酬水準是市場良好運作下的產物，而非高階經理人權力運用下的結果。

### 四、大型公開公司之獨立董事人數大幅增加

於 1990 年代間，美國大型公開公司的獨立董事人數也大幅提升，而獨立董事被公司經營階層所拉攏的可能性遠低於公司的內部董事，但於此時期，經營者的報酬也急遽地增加，由此可知，經營者報酬的大量增加應係由於其他因素之影響所產生。<sup>42</sup>

## 第一款 對理想締約說之質疑

理想締約說主張，一個對股東而言理想的報酬計畫，可能透過三種途徑產生：(1)董事會將秉持對等無私之態度來選擇將能最大化股東價值的報酬契約；(2)儘管董事會之行動受到高階經理人之影響，由於高階經理人受制於市場力量而必須得選擇將最符合股東利益之報酬契約；或(3)股東將使用公司法所賦予之權利，去阻止對股東而言並非最理想的報酬契約，並因而迫使高階經理人採取能最大化股東價值之契約。然而，根據分析顯示，上述三種途徑中沒有任何一種能被期待將有效地抑制經營者報酬，因高階經理人與董事會間之協商實際上並非處於對等之狀態、市場力量並未強大且精密到足以消除背離理想締約狀態之情況的發生、且股東所擁有的薄弱力量無法完全阻止此種背離狀況之出現。<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Michael B. Dorff, DOES ONE HAND WASH THE OTHER? TESTING THE MANAGERIAL POWER AND OPTIMAL CONTRACTING THEORIES OF EXECUTIVE COMPENSATION, *Journal of Corporation Law* (Winter 2005), at 261-263.

<sup>43</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker, *supra* note 30, at 764.

## 第一目 董事會對等協商之可能性

雖然目前美國的大型公開公司董事會幾乎均設有由獨立董事所組成的報酬委員會（compensation committee），而由報酬委員會來決定以 CEO 為首的高階經理人之報酬，然而，仍存有許多理由值得去懷疑是否高階經理人報酬之決定過程的確係近似於對等之協商狀態，而此疑問之產生主要係由於高階經理人，尤其是 CEO，於報酬決定程序的所有面向上普遍存在的影響力，而以下因素之存在即可能大大地影響對等協商狀態之存在可能性。<sup>44</sup>

### 一、高階經理人對於董事連任的影響力

一般而言，大型公開公司的董事會成員將因其董事職位而獲得諸多利益。首先，董事會成員將因居於該席次而直接獲得財產上之利益，董事報酬就如同高階經理人報酬的發展一般，也因股票市場的蓬勃發展而急遽增加；其次，董事會的席次通常將為董事帶來名聲以及具商業、社會價值之關係。因此，擁有董事席位所帶來的經濟與非經濟上的利益，將給予董事保留住其職位的強烈誘因；惟，縱然清楚董事有期待再連任之慾望，真正將產生問題的是，究竟此種慾望將使董事產生怎樣的誘因呢？

根據理想締約說的推論，為了能再被股東選任為董事，現任董事將由於此種連任慾望而留意股東之利益；且當董事的表現越好，其獲得連任的可能性也就越高。然而在現實中，現任董事是否能夠連任，其實是取決於其是否被放入由董事會所提出的候選人名單中，而且當不同意此名單之股東試圖提出自己的候選人名單時往往會遭受到許多阻礙，因此由公司所提出的董事候選人名單往往是選票上唯一一組人選。是故，獲得董事席位的關鍵便在於使自己的名字記載在由公司提供的候選人名單中。

在過去，於公司決定董事提名人選的過程中，CEO 擁有相當大、有時候甚至具有決定性的影響力，因 CEO 經常隸屬於董事會中負責董事提名事務的提名委員會（nominating committee）。雖然，由於現行證券交易所的上市規則，多要求提名委員會的成員需完全由獨立董事所組成<sup>45</sup>，CEO 已無法如以往隸屬於提名委員會之中，使 CEO 在董事提名程序中的影響力已不復以往，但縱使如此，因董事會與提名委員會為了顧及與 CEO 間之情誼、經營階層的整體和諧性等因素，通常不大願意提名一個 CEO 所反對之人，因此 CEO 於董事提名過程中的影響力仍不可謂已不復存在。

<sup>44</sup> Id, at 766.

<sup>45</sup> 紐約證券交易所（NYSE）之上市規則規定，上市公司必須擁有完全由獨立董事組成的提名委員會；那司達克證券交易所（NASDAQ）上市規則要求，董事的被提名人必須由多數的獨立董事、或由完全由獨立董事所組成的提名委員會所選出。Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, supra note12, at 26.

因而，當一位報酬委員會之成員與 CEO 就其報酬產生激烈衝突時，此位報酬委員會成員再獲提名的可能性想必將較其他合群的董事們來的低，則報酬委員會的成員是否會願意承擔不再獲提名風險來與 CEO 進行對等、無私的報酬協商，將不無疑問。<sup>46</sup>

## 二、董事自身利益之考量

董事對其自身之報酬本質上存有利害關係，而決定董事報酬之多寡通常為CEO影響力所能及之事務。雖然，關於董事報酬額之多寡通常係由報酬委員會負責提出建議，但CEO身為公司的領導者，通常亦同時為董事會之成員，且有時甚至擔任董事會之主席，對於董事報酬額多寡議題之發言往往有一定程度之份量，CEO可以選擇要去阻擋或支持董事報酬之增加。另一方面，對獨立董事而言，其也會希望在有關董事報酬之議題上，CEO將憑藉其一流的演說技巧來支持更高的董事報酬，也因此，在獨立董事慷慨地對待CEO的同時，也將促使CEO也傾向慷慨地對待董事。故而，在董事與CEO之間關於彼此的報酬議題，實際上存有某種積極的互惠誘因。

一份2002年的研究報告發現，當CEO擁有較高報酬，公司董事也會同時獲得較高的報酬。當然，高額的CEO與董事報酬可能係為反應公司經營的困難度，由於缺乏有能力之經營人才，因而必須給付高額報酬作為誘因；又或者係由於公司之營運情況非常良好，致使董事會認為CEO以及董事會之成員值得此種程度的回報。然而，此份研究報告拒絕了此種可能的選項，因經研究發現，過高的CEO與董事報酬和公司績效間存有負面關聯性，研究者因此得出結論認為，董事與CEO的互惠心理形成了高額董事報酬與高額CEO報酬之間的連結。<sup>47</sup>

## 三、社交與心理上的因素

除了經濟上的誘因以及董事連任的慾望之外，尚有許多社交上以及心理上的因素將促使董事同意有利於 CEO 與其他高階經理人的報酬契約，而這些社交與心理因素將加強董事去偏袒高階經理人的經濟上誘因。

### 1. 團隊精神

董事於公司中，除了負責與 CEO 等高階經理人就其報酬進行協商外，因 CEO 通常亦為董事會成員之一，甚至擔任董事會之主席，因此董事通常亦與 CEO 緊密地一同工作，而無論特定的董事是否係在現任 CEO 的任職期間被選任，該名董事均可能為了工作上能順利進行而希望與 CEO 發展良好的人際關係。另外，各個董事會中通常存在某種不成文的社交規則，雖然此些規範有些許差異，但其往往強調客氣有禮的言

<sup>46</sup> Id, at 25-27.

<sup>47</sup> Id, at 30-31.



辭、避免直接的衝突與對抗，並常能促使董事會成員的團結。

然而在這樣和諧的氣氛下，在一年中或許有一、兩次，報酬委員會的成員必須脫下與 CEO 之間名為同事的外衣，戴上作為對等協商者的帽子，來與 CEO 就其報酬進行談判，此種角色上的轉換在談判中，即使係對嘗試代表股東利益的善意董事而言，也非常困難。證明顯示，在團體中工作的個人對於需去安撫團體的其他成員感到壓力，且經常付出了不會直接顯現於台面上的利益損失。因此，實在沒有理由能相信報酬委員會的成員將能豁免於此種壓力。<sup>48</sup>

## 2. 認知不一致

根據一份 2002 年的調查顯示，約有 41% 的報酬委員會成員係其他公司的現任高階經理人，而其中一半係擔任其他公司的 CEO；此外，另外 26% 的報酬委員會成員曾經擔任其他公司的高階經理人，而由於報酬委員會的成員多數為現任或退任的高階經理人，其於決定高階經理人報酬時很可能會受到認知不一致（cognitive dissonance）的影響。

因為一位從慷慨且對其有利的報酬契約中獲利的高階經理人，可能因其本身之經驗而產生認為此種報酬契約係符合股東期望的信念。例如，一位曾經從股票選擇權計畫獲利的高階經理人，便可能會支持此類型之計畫是一個有效率的報酬形式此種觀點；同樣地，報酬契約曾經附有慷慨離職金條款的高階經理人，便不大可能會認同此種條款並不受股東歡迎、甚至會產生不良後果這樣的觀點。因此，當曾經獲得高額報酬的高階經理人存在於報酬委員會中，便很可能導致高額報酬的產生。研究報告也發現，服務於報酬委員會之外部人所獲得的報酬水準與 CEO 的報酬水準之間，有重大的關聯性存在。<sup>49</sup>

## 四、董事之時間與資訊的不足

由於目前大多數的獨立董事，除擔任公司的獨立董事一職之外，各自均另外有全職之職務，因此，即使兼職性質的獨立董事有意為股東之利益與 CEO 進行報酬協商，往往也缺乏足夠的時間與資訊就高階經理人之報酬仔細地進行審查。一直以來，獨立董事大多僅花費極少數的時間來關注公司的績效表現，根據一項針對 2001 年末爆發一連串公司醜聞以前的董事會慣例所進行的調查指出，各個董事會中的獨立董事，一年大約僅花 100 個小時於公司事務上。

到了近幾年，獨立董事致力於其董事事務之時間有明顯增長的現象，根據 2002 年所作之調查顯示，獨立董事約花費 190 個小時於公司事務上，

<sup>48</sup> Id, at 32.

<sup>49</sup> Id, at 33.

且一般預測獨立董事的服務時數將再持續增長。然而，獨立董事的服務時數增長之現象，實際上亦與國會通過沙氏法案（Sarbanes-Oxley Act）、以及董事會程序的定型化規定增加，而對董事會產生其他額外的時間花費需求有關，獨立董事仍被認為僅能花費相對有限的時間在設計、以及同意複雜的報酬契約之上。

除了面臨時間的限制之外，許多獨立董事並不具備適當地評價報酬契約所需的知識與專業，因此，為了作出報酬決定，獨立董事通常必須依賴公司的人事部門與報酬顧問所提供的資料與建議，獨立董事難以真正地自行研判報酬契約之內容是否合理。<sup>50</sup>

除了上述數項情形存在之外，理想締約說最受批評之點在於，其忽略了董事與公司之間同樣存在著代理問題。雖然理想締約說同意公司的高階經理人將遭受代理問題，且不會自發地設法尋求股東價值的最大化，因此認為必須給予高階經理人適當的誘因；但卻又同時認為，董事將會為了股東之利益而努力，嘗試以最具成本效益的報酬契約來提供高階經理人誘因。就如同沒有理由能去推定高階經理人將自發地設法最大化股東利益一般，董事也同樣無理由可作此種推定。董事所遭遇的代理問題，將會破壞董事有效處理存在於高階經理人與股東間之代理問題的能力。<sup>51</sup>

## 第二目 市場力量的有限性

在公司法學與財經領域佔有重要地位的學派—芝加哥學派（Chicago School）一向主張，勞動、產品、以及資本等市場將能有效地調和股東與公司經營者之間的利益分歧。然而，根據研究顯示，市場力量確實能導正某些、但非全部因經營者之決策所產生的代理問題，惟，市場雖然能作為抑制代理問題的管道之一，但無法阻止經營者利用機會採取顯然是利益「再分派之行為（redistributive actions）」--即經營者移轉利益予自己的同時將對股東造成損失，且為自己帶來的利益遠大於對股東所造成的損失。

在此種例子中，經營者透過再分派行為所取得的利益，很可能超過市場因經營者之行為造成股價下跌而給予其之處罰，其中，又以設法獲得更高的經營者報酬為最主要的再分派行為之例，由於經營者所獲得的個人利得具直接性且可能相當龐大，是以，設法獲得有利報酬契約之行為便成為無法期待能憑藉市場力量除去的行為類型。<sup>52</sup>

### 一、經營者的勞動市場

一般而言，公司受雇人之行為將受到勞動市場之影響，因良好的績效

<sup>50</sup> Id, at 36-37.

<sup>51</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, supra note 29, at 3.

<sup>52</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, supra note 12, at 53-54.

表現將使受雇人獲得內部晉升、或者被邀請加入其他公司之機會；反之，不佳的績效則可能導致解雇。然而，實際上對 CEO 而言，市場所能發揮的控制力量可能相當有限。首先，就晉升機會而言，因 CEO 已經立於公司內部的頂點，其所能謀求的僅有進入更大規模、更有名望之公司的外部晉升機會，惟，外部晉升的可能性係取決於該名 CEO 的整體績效表現，而非其報酬，因此，外部晉升之可能性將無法阻止 CEO 謀求更高的報酬。其次，就解雇之憂慮而言，因 CEO 的解雇情形相當罕見，且被解雇之風險主要係視公司的整體績效而定，而非 CEO 之報酬。<sup>53</sup>

## 二、產品市場

在一個競爭的產品市場中，根據理想締約說的論點，過高的報酬與經營者的懈怠將導致公司競爭上的不利，公司的無效率將造成公司獲利萎縮、業務緊縮、甚至破產。然而，事實上將公司之獲利從股東手中再分派予經營者，可能不會對公司營運所得之獲利產生重大影響，因公司將獲利分派予經營階層將不會改變公司產品的品質與成本，因此也不會妨害公司在產品市場的競爭能力。

雖然某種程度上，經營者的報酬契約可能會扭曲經營者的商業決策取向，進而因此減少營運效率，但由於產品市場通常並非處於完全競爭的狀態，尤其是規模龐大的公司經常處於寡占競爭的市場中，擁有一定程度的市場力量與相當可觀的獲利能力，在此種市場環境下，扭曲的報酬契約不大可能威脅到公司的生存。而且，縱使扭曲的報酬契約確實嚴重地傷害公司的績效表現，因此導致公司破產的可能性增加，也將無法阻止經營者設法增加自己的報酬，蓋因更高的報酬對經營者所帶來的直接利益係實質的，而其對於公司破產可能性的影響一般而言卻是很小的。<sup>54</sup>

## 三、公司控制權市場

公司控制權市場由於被認為將對於績效不佳的經營者產生某種懲罰效果，一向被視為調和經營者與股東間之利益分歧的重要工具，根據理論，股價下跌的公司將更易於成為敵意併購的目標，並因此導致公司現任的 CEO 與董事會全體被取代；或者，現任經營者可能被以委託書爭奪的方式驅逐出公司。而此種對於敵意併購或委託書爭奪的恐懼，按理想締約說之推論，將驅使高階經理人與董事小心設計將能最大化股東利益的報酬契約。

然而，事實上，由於現行法規與契約已經對現任經營者之職務提供了實質的防護，經營者對於公司控制權爭奪的恐懼，不大可能阻止經營者去謀求更高額的報酬契約。蓋於目前美國的公司實務中，外部者憑藉委託書

<sup>53</sup> Id, at 54.

<sup>54</sup> Id, at 57-58.

爭奪的手段來挑戰現任經營者的實例極為稀少；另外，雖然敵意併購經常被發動，但往往遭到頑強的抵抗，而其中最重要的防衛手段便是「董事分期改選（staggered board）<sup>55</sup>」之設計。根據調查顯示，大多數的美國大型公開公司董事會均設有分期改選條款，此種條款使得現任經營者能成功地阻礙敵意併購，縱使該項併購案對股東有利，因研究發現，在 1990 年代後半，約有一成的大型公開公司遭受到敵意併購的威脅，而其中大多數的公司均成功從敵意併購中脫身，或者選擇與善意併購者合併。

此外，即使敵意併購者克服了現任經營者的阻礙成功地達成併購之目的，也必須付出平均約 40% 的溢價成本；況且，敵意併購的成功，對於因此被驅逐的現任經營者而言也未必產生不利之結果，因敵意併購成功的同時，經常也同時啟動了在經營者的報酬契約中常見的黃金降落傘條款（golden parachutes）<sup>56</sup>，此種緩衝裝置的設置便進一步弱化了併購活動的懲罰力量。

另一方面，縱使敵意併購確實對現任經營者產生壓力，實際上，經營者從有利的報酬契約所獲得之利益，仍可能遠勝於公司控制權爭奪可能性之增加所帶來的成本，舉例而言，假設一市值 100 億元之公司的高階經理人設法為自己增加現值 1 億元的報酬，並且假設報酬的增加導致誘因的扭曲並因而減少 2.5 億元的公司價值。明顯地，1 億元的直接利益對於高階經理人而言非常巨大；相對地，由於公司價值減損 2.5% 而增加的敵意併購風險則相對地小。而依據研究顯示，與其他同業相較，經營者被給付過多報酬的公司並未更容易成為敵意併購之目標。

由此可知，按目前的資本市場的運作走向，資本市場並無法對經營者的報酬造成實質的限制，相反地其容許從理想締約狀態實質地偏離。<sup>57</sup>

### 第三目 股東權利的有限性

根據理想締約說之主張，股東被認為將能利用公司法所賦予之權利，去阻止對股東而言並非最理想的報酬契約之成立，並迫使高階經理人採取能最大化股東價值之契約，而股東常使用的手段有三：(1) 對董事會提起訴訟；(2) 於股東會表決反對股票選擇權計畫；(3) 於股東會提出建議性表決。惟實際上，此三種方法無一能對經營者的報酬造成實質上的限制。

<sup>55</sup> 董事分期改選係將董事會的董事任期分成數組，通常為三組，各組董事的服務任期不同，因此使得每組董事不會在同一年度改選。而「董事分期改選」之所以會增加敵意併購之困難度，主要係由於併購者至少必須等到第二年的股東會召開時，始能在董事會取得多數席次並取得公司的實質控制權，而在第二年股東會召開為止之期間內，公司的原經營者尚有機會採取各種阻擾併購的反併購措施。<http://www.investopedia.com/ask/answers/05/staggeredboard.asp> 最後瀏覽日期：2008/7/15。

<sup>56</sup> 關於黃金降落傘之說明，請參閱本文第頁之說明。

<sup>57</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 55-56.

## 一、提起訴訟

當股東認為董事會所締結的經營者報酬契約不適當，董事會有失職之虞時，股東可能選擇向法院提起訴訟，寄望藉由法院的強大公權力導正不當的報酬契約，並對失職的董事給予適當的處罰使其有所警惕。但由於過高、不合理的經營者報酬契約不會直接對股東造成損害，而係經由股東所持有之公司股權而間接地受損，故依據公司法之規定，股東於此種案例中，僅能代替公司提起訴訟，即所謂的「股東代表訴訟」。

在股東因經營者之報酬所提起的代表訴訟中，常見的訴因為：(1)董事違反其對股東的受任人義務 (fiduciary duty)；(2)構成公司資產的浪費 (waste)；以及近年逐漸增加的(3)不正當致富 (unjust enrichment)。然而，實際分析相關案例後會發現，法院事實上一直有迴避審查報酬設計之傾向，而且關於股票選擇權計畫之爭議，股東很難從法院獲得保護。當股東主張董事違反受任人義務時，由於法院一向承認董事之商業判斷將受到經營判斷原則 (business judgment rule) 之保護，使得股東於訴訟開始時便處於負擔舉證責任的不利地位；另外，倘若股東主張構成浪費，由於構成浪費的判斷標準極其嚴格，原告股東很少能達到要求。<sup>58</sup>

除了上述的嚴格審查標準，尚有其他困難的事前程序障礙，法院就報酬議題所設置的嚴格審查標準，使得欲利用訴訟此一方法來達到矯正過高之經營者報酬將遭遇相當的困難。關於報酬議題於司法審查中的發展與相關審查標準，於本文第五章將有詳細的說明與介紹。

## 二、股票選擇權計畫之表決

於 2003 年，美國證券交易管理委員會 (Securities and Exchange Commission，以下簡稱「SEC」) 同意了各證券交易所之股票上市規則的修正，要求大多數的股票選擇權計畫必須經股東會表決同意，因此，大型公開公司之股東將有機會藉由表決股票選擇權計畫而影響公司經營者之報酬。

但實際上，在上市規則修正之前，股東已經開始就公司的股票選擇權計畫進行表決，因股東對股票選擇權計畫的表決權在此之前多已被規定於各州的公司法中；且內地稅法 (Internal Revenue Code) 第 162(m) 條規定，績效基礎型報酬 (performance-based compensation) 需經股東會表決同意始能作為公司的報酬費用而享有租稅扣抵的利益<sup>59</sup>；最後，由於經股東會同意的股票選擇權計畫將在主張受任人違反義務之訴訟中，對董事提供某種程度的保護，因而經營者一向樂於將股票選擇權計畫提請股東會同意<sup>60</sup>。

<sup>58</sup> Id., at 45-46.

<sup>59</sup> 詳細情形請參閱本文第四章第四節第一項之說明。

<sup>60</sup> 詳細情形請參閱本文第五章第三節第一項之說明。

然而，股東對股票選擇權計畫之表決權，其實未能對於報酬契約從對等協商狀態之偏離提供強大的阻礙。首先，提供給股東表決的股票選擇權計畫通常均未具體說明特定經營者的報酬設計，相對地，係提供使用股票選擇權的一般界限，例如計畫下可發行的選擇權總數等資訊，使股東無法就特定的經營者報酬組合表達同意或反對之意見。

其次，公司的經營者往往能控制超出其自身股權的某些表決權，因許多公司均設有員工股權計畫（employee stock ownership plans，簡稱「ESOPs」）<sup>61</sup>，而被經營者委託來管理信託財產之受託人，其控制了計畫中的股權，也通常被預期將支持經營階層所提出的議案。另外，某些機構投資人也有偏向支持公司經營者的傾向，蓋因許多機構投資人，包括保險公司、共同基金與銀行等，與公司常有商業往來、或者期望與其有往來（例如管理公司的員工退休金帳戶），因此，這類型的機構投資人有誘因去與公司的經營階層維持良好關係，確實也有證據顯示，當公司與其之機構投資人之間有較緊密的商業聯繫時，公司 CEO 獲得之報酬較高。

在過去，約僅有一成的股票選擇權計畫被股東否決，由此可發現，股東對於股票選擇權計畫的表決權僅對報酬契約產生微弱的限制，因此，雖然 SEC 修改證券交易所的上市規則，強制公司之股票選擇權計畫需經股東會同意，該修正或許對經營者報酬增加了某種程度的限制，但股東的表決權仍無法消除經營者報酬契約從理想締約狀態的實質偏離。<sup>62</sup>

### 三、建議性提案之表決

除了表決公司的股票選擇權計畫外，股東有時也會就公司的各項事務在股東會自發性地提案，並付諸表決，但由於此些公司事務非屬股東會之權限範圍，因而縱使此議案獲得多數股東的表決支持，表決結果亦不會對公司經營階層發生拘束力。而在股東會中被提出的許多建議性提案，多圍繞著經營者報酬的相關議題，一份由委託書徵求公司所作之調查顯示，於 2003 年，在 427 件付諸表決的股東建議性提案之中，約有 40% 係在處理報酬的相關議題。

雖然有時付諸表決的建議性議案未能獲得多數股東的支持，但股東就經營者報酬之相關議題發起的建議性投票，確實因引起股東以及傳播媒體的關注而對董事會形成某程度的壓力，而這樣藉由外界關注而引起的壓力

---

<sup>61</sup> 員工股權計畫是一種員工福利計畫，依據此計畫，公司將透過捐助公司新發行之股份、或以公司的現金所購買之公司已發行股份的方式，成立一信託基金，另外，信託基金尚能透過貸款的方式取得資金來購買公司之股份，並利用公司捐助予信託基金之現金來償還貸款，而信託基金所獲得之公司股份將被分配到個別員工之帳戶中。無論信託基金以何種方式獲得公司股票，公司對信託基金所為之捐助將在某個程度內獲得租稅扣除之利益。<http://www.nceo.org/library/esops.html>  
最後瀏覽日期：2008/7/29。

<sup>62</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 48-51.

也許確有限制報酬契約背離理想締約狀態之效果。惟，只要股東之提案仍屬建議性質，其便只能對董事會造成有限的壓力，董事會也確實經常拒絕多數股東支持的建議性提案，因此，縱使股東的建議提案被廣泛地提出，亦無法有效地阻止所締結之契約背離理想的締約狀態。<sup>63</sup>

由於上述原因，不認同理想締約說的學者認為，理想締約說所主張的報酬契約控制途徑，實際上無法完全限制契約背離理想之締約狀態，但其特別強調，此些控制途徑對於限制經營者報酬並非完全無用，尤其是董事以及市場的力量，確實對經營者報酬造成了某些限制，然而，整體而言，此三種途徑的力量之確並未強大到足以阻止報酬契約走向偏袒經營者利益一途<sup>64</sup>，故而，理想締約說之主張實際上不足以對經營者報酬之現狀提出合理的解釋。

## 第二項 高階經理人權力說 (Managerial Power Approach)

### 第一款 基本主張

高階經理人權力說對於經營者報酬之分析，也如同理想締約說一般，始於肯認經營者與股東之間存有代理問題，然而，與理想締約說不同的是，高階經理人權力說並非僅將經營者報酬視為代理問題的解決方法，相反地，其認為報酬決定過程本身即為代理問題之一環；再者，相對於理想締約說，高階經理人權力說並不假設，董事會於進行高階經理人的報酬協商時僅重視股東之利益。<sup>65</sup>高階經理人權力說的核心主張主要有以下四點：

#### 一、高階經理人擁有能影響董事之力量

擁護高階經理人權力說之學者主張，由於之前曾提及的以 CEO 為首的高階經理人於董事選任程序中之影響力、董事與高階經理人間之情誼、董事之資訊與時間的缺乏等因素之存在，致使高階經理人實際上，擁有某程度凌駕於董事之上的力量，並因此使高階經理人有能力在其自身的報酬協商程序中影響董事之判斷，進而導致實際上締結之報酬契約偏離了理想締約狀態。<sup>66</sup>

#### 二、高階經理人利用力量獲得「額外的利益」

<sup>63</sup> Id, at 51-52.

<sup>64</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker, *Supra* note 30, at 764.

<sup>65</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 61-62.

<sup>66</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, *supra* note 29, at 4-5.

高階經理人由於上述種種因素之影響，擁有可能影響董事之力量，惟此處所稱的高階經理人之「力量」，並非高階經理人本於其自身之才能、經歷的「談判實力 (bargaining power)」，而係指源於其職位所生之權力。高階經理人可利用此種力量去獲取超出其在對等協商狀態下所可能獲得之利益，而此種「額外的利益」包括有，獲得於對等協商狀態下所無法取得的過高報酬、或者在報酬總額受限之情況下，設法切斷報酬與績效間之連結等。

由於額外利益與高階經理人的影響力之間存有連貫性，高階經理人權力說因而主張高階經理人的「力量」與「額外利益」之間有相互關係，惟因各公司內部的股權與管理結構各有差異，高階經理人所擁有之力量也有所不同，故高階經理人權力說主張，當高階經理人的力量越強，其便更容易獲得更高、或與績效連結性較差的報酬。<sup>67</sup>

### 三、憤慨成本 (outrage costs) 與抑制 (constrains)

雖然高階經理人得運用其「力量」來獲取「額外利益」，但因市場力量、董事會之支持、以及社會制裁之存在，雖無法完全阻止報酬契約偏離理想締約狀態，但仍能對報酬契約產生某些限制。其中，董事與高階經理人受到之限制程度，某部分則需視外部者如何看待此份契約，即，此份契約被預期在相關外部者眼中可能產生多少程度的「憤慨 (outrage)」而定。

首先，一份被視為無節制的 (outrageous) 報酬契約，將可能降低股東於委託書爭奪或敵意併購發生之時支持公司現任經營者之意願；其次，相關外部者的憤慨也可能導致股東向公司經營者施壓、以及可能使公司經營者感到侷促不安、甚至損及其名譽。當一份報酬契約被預期將產生的「憤慨」越多，不願同意的董事便可能越多，且於契約最初被提議之時，高階經理人自身也會更感猶豫。因此，一份偏袒高階經理人而對股東較不理想的報酬契約是否會被採納，將視外部者如何看待該份契約而定。<sup>68</sup>

### 四、「額外利益」的偽裝 (camouflage)

對於董事及高階經理人而言，採用偏袒高階經理人的報酬契約所需承擔的主要成本，並非該契約實際上對股東造成多少的成本負擔，而係該契約如何被重要的外部者所看待。因此，外部者對於經營者報酬之看法，以及預期的「憤慨」成本對於經營者報酬契約之締結內容而言具有重要的影響力，學者便從此觀點此衍生出另一個高階經理人權力說的重要主張：額外利益的「偽裝 (camouflage)」。

由於外部者的看法是如此地重要，報酬計畫的設計者可以藉由裝飾、

<sup>67</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 62-64.

<sup>68</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, *supra* note 29, at 6.



包裝、或隱藏（簡而言之即為「偽裝」）經營者所設法取得的「額外利益」，來避免重要外部者的批判與憤慨，而當所呈現的報酬組合越合理、越具可辯護性，則經營者無庸面對外部者的憤慨而能享有的「額外利益」便越多。因而，根據高階經理人權力說之推論，經營者將偏好能遮掩整體報酬總額、表面上顯現的績效連結性高於實際、以及更易於正當化與防衛的給付方式等的報酬設計，而報酬契約中常見的退休金計畫、遞延性報酬、顧問契約、經營者借貸等設計，也常係為了減少報酬透明性、模糊焦點之目的而設。<sup>69</sup>也因此，經營者基於偽裝之目的，可能選擇採用較無效率的報酬結構，並因而減損了報酬契約應賦予經營者的誘因以及公司的績效。

由於經營者有偽裝「額外利益」之誘因，則為使外部者能真正認清報酬契約之本質並降低經營者偽裝成功之可能性，便需仰賴有效的資訊揭露制度，因為惟有透過強化報酬資訊之揭露、增加相關資訊的透明度與易讀性，使重要的外部者能接收正確且重要的訊息，始有可能達到抑制「額外利益」之偽裝的目的。<sup>70</sup>

## 第二款 主張之證明

為了證明高階經理人權力說之假設，學者嘗試以「經營者之力量」和「偽裝」之觀點來解釋目前經營者報酬實務中存在之問題，例如，經營者力量與報酬之關聯、隱形之報酬等，並輔以相關實證研究之結果做為假設之佐證。

### 第一目 力量與報酬之關聯性

高階經理人權力說主張，當公司之高階經理人擁有相對較多的力量，報酬組合將更有利於高階經理人，即其所獲得的報酬將更高、以及/或績效連結性較差，因而，為了驗證此主張，必須檢驗因前述原因而導致高階經理人所可能擁有的力量確實與經營者報酬間存有關聯性。

由於高階經理人所擁有力量之強弱將受許多因素之影響，包括：(1) 董事會相對地弱勢或無效率、(2) 沒有外部大股東、(3) 僅有少數的機構投資人、或(4) 經營者受反併購條款之保護等，支持高階經理人權力說之學者主張，倘若有上述情形存在，高階經理人將易於擁有較大之力量，而相關實證研究也顯示，此時高階經理人獲得之報酬有偏高、或績效連結性較差之傾向，間接證實了力量與報酬間存有關聯性。

<sup>69</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 5-6, 67.

<sup>70</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, *supra* note 29, at 6.

## 一、董事會相對弱勢或無效率

雖然依據前述說明，CEO 有能力影響董事會，但影響之程度將視各公司董事會之力量而有所差異，有證據顯示，當 CEO 相對於董事會擁有更大的力量時，CEO 將獲得更有利的報酬契約，而下述數種情況之存在便可能使得 CEO 擁有較大之力量，並因而影響其報酬之規模與組成。

首先，當董事會之人數規模增大時，由於董事會的內部凝聚力可能較弱，導致個別董事欲說服、組織大多數的董事來對抗 CEO 將更加地困難，因此，於董事會規模較大之公司，高階經理人將易於擁有更大的力量，且能預期其將能獲得更有利的報酬契約。相關研究也顯示支持此項推測之結論，即當董事會規模越大，CEO 所獲得的報酬越高、或報酬的績效關聯性越低。其次，當董事同時擔任複數公司之董事職務時，因所能分配予個別公司之時間精力有限，CEO 之力量也將相對地提高。而相關研究結果也支持此推論，即當其他條件均相同時，數位董事會之成員同時擔任多間公司的董事時，CEO 獲得之報酬增加。<sup>71</sup>

## 二、無外部大股東

當持有較大規模之公司股份的外部股東存在時，由於大股東相較於其他散戶股東有更多的誘因去監督公司經營者，並且投入時間精力於減少經營者的投機想法，因此將可能降低高階經理人之力量。因而，高階經理人權力說推測，當有外部大股東存在時，縱使並未擁有具控制性之股權，仍將弱化經營者獲得有利報酬契約之能力。而相關研究也得出支持此一推論之結果，研究發現，公司最大股東之股權與 CEO 之報酬總額間存有負面關聯性，當公司中存在所持股權大於 CEO 之股權利益的股東時，CEO 之報酬平均將減少 5%；另外，當有持有約 5% 公司股權之外部股東存在時，CEO 之報酬將減少，且報酬與績效之連結性也較低。

除此之外，尚有研究顯示，當公司缺乏持股較多的外部股東時，CEO 將易於獲得所謂的「幸運」報酬，即報酬與無關經營者努力，完全源於外部因素（例如油價或匯率之變動等）而增加之獲利相連結；此外，當公司缺乏外部大股東時，可能當股票選擇權性質之報酬增加時，相對應的現金報酬所受到之減少幅度較低。<sup>72</sup>

## 三、機構投資人之存否

一份針對 1990 年代的 S&P 公司所作之調查顯示，當機構投資人的股權較集中時，不僅經營者之報酬額較低，報酬與績效間之連結性也較佳。根據另一份將機構投資人區別為和公司無商業往來關係之機構投資人、以

<sup>71</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 80-81.

<sup>72</sup> *Id.*, at 82-83.

及有商業往來之機構投資人兩類的研究顯示，CEO之報酬與前者之存在之間存有負面關聯性；而與後者則存有正面關聯性。<sup>73</sup>

#### 四、反併購條款之保護

資本市場中的敵意併購對於公司經營者產生的威脅，雖然未必有足夠的力量能阻止報酬契約偏離理想締約狀態，但確實對於經營者獲得更有利報酬契約的期望與能力提供了某程度的限制。因此，當經營者獲得更多反併購保護，經營者之報酬便可能變得更高且更無績效關聯性。

研究發現，在反併購條款被採納之後，CEO之報酬發生重大的增加；另外，當經營者受到強大的反併購立法或反併購的章程條款保護時，經營者提供給股東之價值較少；尚且，當經營者擔憂敵意併購之理由較少時，其易於以較無效率的方式營運公司，產生較小的獲利與較緩慢的銷售成長；此外，隔絕敵意併購之威脅導致了更多經營者個人利益之花費。<sup>74</sup>

### 第二目 額外之利益

高階經理人權力說主張，高階經理人利用因其地位而取得之力量來獲取「額外的利益」，而此所謂「額外利益」實際上包含了兩方面：其一、高階經理人之報酬「過高」；其二、報酬與高階經理人之績效關聯性不佳。因此，為了驗證報酬中確實存有「額外利益」，支持高階經理人權力說之學者必須提出有關上述兩者之證明。

#### 一、報酬過高？

每當爭論經營者報酬是否過高之時，無法避免地將遭遇到一個更艱難的問題，即究竟過高的報酬由何者所構成？而實際上，這個問題幾乎是不可能回答的。當一個效率市場存在時，價格係由市場來決定，而若所訂之價格某程度超過市場價格，價格將被視為「過高」。

然而，在經營者報酬的範疇中，高階經理人權力說之理論主張效率市場不存在，因效率市場之成立條件為買賣雙方在擁有充足資訊之前提下進行對等之協商，而一旦董事會之成員被高階經理人所拉攏，則董事與高階經理人於報酬協商時實際上係立於同一陣線，經營者的報酬市場因而無法被認為有效率，為此，市場在導正經營人才的價格上將無法提供有用之資訊。簡言之，由於經營者之服務不存在效率市場，便沒有任何明確的標誌能指明何種等級的報酬可稱為「過高」。

雖然如此，高階經理人權力說的支持學者仍試圖以其他的標準來處理

<sup>73</sup> Id, at 83.

<sup>74</sup> Id, at 83-84.

此問題，其檢驗了絕對的報酬水準，並將報酬成長率與通貨膨脹率、高階經理人的報酬成長率與勞動者薪資之增加量、美國與其他工業化國家的高階經理人報酬水準相互比較，最後得出的統計數據顯示，美國大型大型公開公司的 CEO 被給付了非常大量的報酬，因 CEO 的報酬成長率遠高於通貨膨脹率、被給付的報酬額係勞動者薪資的相當大倍數且仍在快速成長中、以及受領之報酬約為日本與歐洲國家中職位相當者的兩倍。<sup>75</sup>

## 二、績效關聯性不佳

根據研究顯示，CEO 之薪資 (salaries) 雖然於公司之獲利改善時也隨之增加，但於公司獲利下滑時卻相反地仍繼續增加，而此種結果部份係導因於董事會採用股票選擇權作為報酬組合 (compensation package) 中的最大部分、以發行日的市場價格來設定股票選擇權的執行價格 (strike price)、以及當市場全面性地下跌時降低執行價格等情況之存在。相反地，一份效率契約不僅應為了經營者的成功而給予回報，且應於其失敗時使其負起責任。

另外，若報酬之目標係為激勵經營者的績效表現，目前的 CEO 報酬組合似乎設計不當。蓋，一份有效率的契約應顯示報酬與經營者的績效之間的關係、或至少係與公司整體績效間之關係，CEO 報酬之增加應係由於 CEO 之努力而產生正面結果，而非係因公司內部其他人之努力或市場之改進所產生的正面結果。然而，目前的激勵性報酬，例如股票選擇權，極少將焦點直接放在 CEO 的績效上，相反地，股票選擇權的價值係取決於公司整體成效，當公司股票市價上漲選擇權的價值也隨之提高；不僅如此，當因整體經濟迅速發展而帶動股票市場上漲時，縱使此時公司於同產業中表現不佳，經營者仍可能獲利。此些存在於經營者報酬組合中的無效率事例均指出了報酬並未與績效存有良好連結的事實。<sup>76</sup>

## 第三目 憤慨成本之存在

高階經理人權力說主張，董事與高階經理人於決定報酬以及其他型態的公司事務時，確實將因外界的批評與憤慨而受到影響。而究竟報酬契約的設計是否確實會受到外部者如何看待之影響？有證據顯示，股東會有關批判經營者高報酬的建議性表決確實有影響力，雖然此類建議性表決縱使通過也對董事會無拘束力，且通常難以通過，但此種表決的出現確實可能反映出對公司報酬政策之質疑，並使其更加地透明。

研究發現，1990 年代中期，受到股東會表決批判經營者報酬之公司，其 CEO 的年度報酬於接下來的兩年平均減少了約 270 萬美元；此外，對

<sup>75</sup> Michael B. Dorff, *supra* note 14, at 267-268.

<sup>76</sup> *Id.*, at 269.

於由經營者所提出之股票選擇權計畫認可提案，更高比例的否決投票將放慢後續年度 CEO 報酬的增加速度。因此，研究者認為，股東會有關報酬的建議性表決確實有抑制後續年度報酬決定之效果。<sup>77</sup>另外，在 1992 至 1994 年間，報酬契約受到大眾傳播媒體負面報導的 CEO，後來所獲得之報酬增加幅度相對地較小，而報酬條款的績效關連性也相對地提高。<sup>78</sup>

#### 第四目 「偽裝」之證據

高階經理人權力說主張，公司經營者為了規避外部者之「憤慨」，報酬計畫的設計者有誘因去遮掩經營者報酬組合的實際總價值或使其更模糊不清，以及去偽裝報酬類型背離股東最佳利益之程度。為了證明此種偽裝情況確實存在，支持高階經理人權力說之學者指出，由於股東與大眾傳播媒體對於關於經營者報酬之資訊越趨重視，主管機關規定之揭露規則也越趨嚴格，此現象使得越來越多的公司轉而傾向改以退休後之給付與津貼的方式來支付經營者報酬，因這種方式讓公司得以較不透明的方式提供大量績效連結性不佳之報酬予經營者。

而經營者報酬契約中常見的退休金條款 (retirement pensions)、遞延性報酬 (deferred compensation)、退休後津貼 (postretirement perks)、以及受擔保的顧問費 (consulting fees) 等約定，便為公司用以提供此種退休後利益常使用的管道，而此四種管道之間存有下列兩項共通特性，囿於篇幅，本文僅以退休金條款為例來作說明。

##### 一、經營者與其他受雇人所獲得之條件有本質上之差異

第一項特性為，這些條款與公司提供與其他受雇人者有本質上的差異。雖然公司也同樣提供退休金以及遞延性報酬予低階經理人等受雇人，但公司此時的目的某種程度而言係為獲得租稅補貼，因此，從此角度來看，當缺乏此種補貼，公司之退休金與遞延性報酬政策將被認定為缺乏效率；然而，大多數提供予高階經理人之條款實際上並未享有同樣的租稅優惠。<sup>79</sup>

以退休金條款為例，雖然公司同樣也發放退休金予公司一般員工，但進一步觀察公司經營者與一般員工之退休金條款，將發現兩者之間有重大差異。大多數使用於一般受雇人的退休金計畫被稱之為「法定 (qualified)」退休金計畫，因其享有法定優惠性租稅待遇，一旦公司依據法定退休金計畫為受雇人捐贈一筆退休基金，公司便可將捐贈之此筆退休基金視為如同給付受雇人薪資一般得到租稅扣抵優惠；而受雇人則至其退休並開始領取

<sup>77</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 68-69.

<sup>78</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, *supra* note 29, at 6.

<sup>79</sup> Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, *supra* note 12, at 95.

計畫下之退休給付為止，均無庸繳納個人所得稅，在此期間內，公司投資的退休基金縱使因投資獲利而數額增加也可免稅。換言之，縱使計畫之投資價值增加，公司與受雇人均無庸繳納任何賦稅，因此，法定退休金計畫於提供予受雇人租稅利益之同時，也不增加公司任何的成成本。

考慮到租稅扣抵之機會，董事會應會偏愛提供高階經理人法定退休計畫，但由於法定退休金計畫每年最多僅能以 20 萬美元之年薪作為計算基礎，舉例而言，假設計畫同意以各退休者最後服務年度年薪的 50% 為額度，每年給付退休者退休金，則縱使高階經理人在最後服務年度的年薪高達 100 萬美元，公司每年最多也不能給付超過 10 萬美元之退休金。因此，公司無法利用法定退休金計畫來提供高階經理人，與其在職期間的年度報酬相同規模之退休金。為此，大多數公司也提供非法定補充性高階經理人退休計畫（簡稱「非法定退休計畫」）給高階經理人。

非法定退休金計畫在兩方面與法定計畫有重大差異，首先，非法定退休金計畫未享有租稅優惠。申言之，縱使公司依非法定計畫為高階經理人捐贈之退休基金因投資獲利而增長，投資增加之所得無免稅待遇，則此時，公司必須為退休基金之投資獲利所得納稅。惟，另一方面，若此筆金額係作為高階經理人之薪資而分配，高階經理人為將來退休作準備，而將所受領之金額拿去投資因而獲利時，則由高階經理人自行負擔獲利所得之稅賦。換言之，非法定退休金計畫將高階經理人的租稅負擔轉換至公司身上。

倘若，公司係考量公司之投資獲利機會多於高階經理人而選擇提供非法定退休金計畫給高階經理人，則此時，非法定退休金計畫的選用未必可被認定為無效率之政策，然而，此理由也應適用於公司一般職員之情形，但實際上公司幾乎不曾這麼做過。調查顯示，於 2002 年，約有超過 70% 的公司提供非法定退休金計畫予其高階經理人。

其次，第二個重大差異在於由何者承擔風險。一般的法定退休金計畫通常係由公司每年提撥一筆「固定金額」給退休基金，而公司職員在退休時所能獲得之金額則需視退休基金的投資績效而定，此時，基金投資績效不佳之風險便完全由公司職員承擔。相反地，提供予高階經理人的非法定退休金計畫則係一種「固定利益」的計畫，擔保高階經理人終身能獲得固定金額的給付，此種計畫將投資績效之風險完全轉嫁，由公司與股東來承擔，高階經理人則獲得終身固定給付之擔保。

按常理而言，由於公司的一般職員傾其一生亦不大可能累積大量財富，因此，一般職員於退休後更加倚賴退休金來滿足經濟需求，故所能承擔退休基金的投資風險也相對較低，因此應可認為「固定利益」之退休金計畫，相較於高階經理人對一般職員而言更具價值；相對地，高階經理人縱使獲得如法定計畫般固定捐贈金額的退休金計畫，也能使用高額薪資與

股票選擇權報酬購買年金保險，如此將提供其固定之給付，而能輕易對抗退休基金可能的投資風險。<sup>80</sup>從此情況來看，倘若一般職員的退休金計畫是對等協商下之結果，那麼，高階經理人之退休金計畫顯然不是如此。

## 二、可能遮掩大量績效連結性不佳之報酬

這些管道的另一個共通特性乃在，其均可能遮掩大量績效連結性不佳的報酬。在 2006 年資訊揭露規則修正以前，由於關於經營者報酬之資訊揭露將重心擺在薪資 (salary)、紅利 (bonus)、與股票選擇權 (stock option) 等一般常見的報酬形式之上，公司未被要求揭露透過這些管道移轉予經營者之報酬價值，而傳播媒體所報導的報酬數額以及財務經濟學家用以研究的數據，因而不包含透過退休計畫等方式提供予經營者的大量數額。此些管道所提供之報酬也因此被學者稱之為「隱形的報酬 (stealth compensation)」。<sup>81</sup>

以退休金計畫為例，公司經營者的非法定退休金計畫通常以服務年資以及退休之前的現金報酬為計算基礎，經營者的薪資越高、服務期間越長，則獲得的退休金越高，非法定退休金計畫下之退休金數額因此與經營者自身的績效二者互相分離。此外，假若經營者的退休金係利用固定捐贈金額之計畫方式來建構，則公司每年捐贈至經營者的退休金帳戶之金額，將被報導在必須揭露的報酬表格上，但，經營者的非法定退休金計畫的「偽裝」利益便在於，在固定利益之計畫方式下，經營者每年由於獲取報酬提高、以及服務年度增加所增加退休金金額的現值，因不要求公司將這些增加之價值納入需揭露之報酬表格中，因此將能躲過股東與傳播媒體等之視線。

除上述情況之外，由於揭露規則僅要求公司將給付予現任經營者之報酬金額揭露在年度的報酬表格中，而於退休金給付開始之際，同時也意味著該經營者已不再受雇於公司，則公司所支付之退休金無庸包含在需揭露之訊息中。因此，經營者於非法定計畫下之退休金額，從未出現在研究者與傳播媒體蒐集到的資訊之中，也因為經營者退休金的真實價值鮮為人知，這些報酬績效連結性不佳的事實也少被注意。

再者，考慮到一位於公司服務數年的 CEO，在退休之後，將能每年且終身獲得相當於在最後服務年度薪資的大部分退休金，則最終公司支付的退休金總額很可能超越該 CEO 實際任期內獲得薪資的全部總價值，但不同於薪資的是，公司所支付的退休金價值永遠不會出現在公司揭露的報酬資訊中。無疑地，經營者的非法定退休金計畫經過特別設計，用以增加「消

---

<sup>80</sup> Id, at 97-99.

<sup>81</sup> Id, at 96.

失於股東的雷達螢幕」上的報酬。<sup>82</sup>

### 第三款 現狀之改善建議

高階經理人權力說的支持者主張，從上述狀況可以推斷出，目前的經營者報酬契約實際上已經偏離了對等協商的結果，因而，有必要進一步探討如何改善目前的經營者報酬，並且誘導董事會為了股東之利益而努力。以高階經理人權力說的觀點觀之，目前有關經營者報酬的問題主要係導因於根本的公司治理問題，在當前的報酬契約設計型態下，董事增進股東價值的誘因顯然不足以超越誘使董事會偏袒高階經理人的各項因素。因此，若欲全面解決經營者報酬的相關問題，僅能透過採行各項改革，促使董事會面對不同的誘因與限制設計，目前急待改進的部份約有下列數點。

#### 一、報酬與績效連結之加強

一份設計良好的經營者報酬契約，能提供經營者為股東增加價值且具成本效益之誘因，進而有助於代理問題之解決，但，目前報酬契約之設計顯然未能達成此目的，以在經營者報酬組合中最常見之股權性報酬--股票選擇權之使用為例，各公司董事會多無視各公司間特性之差異，幾乎均採用同樣的條件來設計股票選擇權；且於公司股價持續低迷時，為使經營者能行使所持有之選擇權，決定降低已發行股票選擇權之行使價格等等，這些措施均可能減弱報酬與績效間之連結性。<sup>83</sup>因而，實有必要針對這些可能減弱績效連結性之行動予以檢討，以加強報酬與績效間之連結性。

#### 二、監控功能之強化

由於經營者報酬本身亦為代理問題的一部分，因而亦需倚靠有效率之監控體制來避免設計不良的經營者報酬之產生，以免不僅未達利用經營者報酬以減緩代理問題的本意，反而加重代理問題的嚴重性。惟，當前的監控體制顯然尚未臻於完整，以致於高階經理人得利用其影響力取得「額外的利益」，為此，有必要再加強目前的監控體制，下列三項為加強重點。

##### (一) 董事會獨立性之加強

為了使經營者的報酬契約更接近對等協商狀態，需促使董事會對高階經理人為更有效率的監督，惟，有鑑於以 CEO 為首的高階經理人常擁有凌駕於董事會之上的力量，以致於高階經理人得藉此力量獲取包含「額外

<sup>82</sup> Id, at 99-100.

<sup>83</sup> Id, at 10-11. 詳細說明請參閱本文第三章第三節第二項第三款第三目。



利益」的報酬契約，因此，切斷董事會與高階經理人間的緊密聯繫、加強董事會之獨立性，以減少高階經理人對董事所能發揮之影響力乃當務之急。例如，增加董事會中之獨立董事，尤其如提名委員會、報酬委員會等功能性委員會，更有此需求。

## （二）報酬資訊透明度之改善<sup>84</sup>

如前述所言，公司經營者確實對於外部者的觀感、憤慨有所戒慎，並進而對經營者報酬之發展形成正面的抑制，因此，當外部者對於經營者報酬之瞭解越多，源於外部者之憤慨所產生的限制也越趨嚴格，因此，改善報酬契約之透明度，以確保外部者瞭解報酬契約之實情，降低經營者「偽裝」報酬之可能性便成為重要的課題。

## （三）股東表決權之強化<sup>85</sup>

除了提高報酬資訊之透明度，以增進重要的外部者瞭解報酬契約之實情外，尚須提供公司的重要外部者表達其「憤慨」的場所，而股東會便屬適當的場所之一。透過賦予股東對於某些董事會決定的同意權，例如目前的股權性報酬同意權、甚至是完整的報酬契約，將能給予股東表達其不滿之機會，進而對董事會形成某種外在的限制。

# 第四節 小結

經營者之報酬究竟於代理理論下之定位為何？此一疑問，過去一直以來的主流見解——理想締約說，將之定位為處理代理問題的工具之一，即透過報酬契約之設計，尤其是股權性報酬之利用，使股東與經營者間之利益取向趨於一致。然而，近來此種定位備受質疑，相關學者開始重新審視此定位之準確性，進而發展出許多不同的立論觀點，用以解釋近二十年來美國經營者報酬不符合理想締約說預期之發展走向，包括由著名學者 Kevin J. Murphy 所提出的「感知成本理論 (perceived cost thesis)<sup>86</sup>」、學者 Michael

<sup>84</sup> Id, at 192.

<sup>85</sup> Id, at 195.

<sup>86</sup> 學者 Kevin J. Murphy 主張，評論目前的經營者報酬組合結構，最好觀點便是從公司行為時所認知之報酬成本，而非真正的經濟成本，蓋因一直以來，授予股票選擇權予經營者於財務會計報表上均無庸認列費用，因此誤導了公司經營者讓其以為此種報酬型態將不會對公司造成成本，進而導致了濫用的結果，因此，解決之道應著重在教育董事、或甚至修正財務報表認列規則，使股票選擇權之發行必須認列費用。Kevin Murphy, Explaining Executive Compensation: Managerial Power Versus the Perceived Cost of Stock Options, University of Chicago Law Review. (2002), at 867-868

B. Dorff 所提出的「團體動態理論 (Group Dynamics Theory)<sup>87</sup>」、以及目前討論最熱烈的「高階經理人權力理論」等。

惟，無論係上述何者，大抵均同意不應再單純地從激勵效果的角度來看待經營者報酬，經營者報酬確實係代理問題本身的一環，蓋董事會並非從自己的口袋中掏出錢作為高階經理人的報酬，因此董事會與公司之間也必定存有代理問題。理想締約說之主張，其實亦未否定經營者報酬乃代理問題之一環觀點，僅過於偏重經營者報酬在代理理論中所扮演的激勵角色，導致忽略了經營者報酬另一面向的潛在風險。另一方面，主張高階經理人權力說之學者也表示，高階經理人權力說的提出並非為完全取代理想締約說之主張，因經營者之報酬契約確實可能由，推向股東價值極大化的市場力量、以及朝向偏袒經營者而背離理想結果之方向的經營者影響力，兩者互相拉扯、塑形而成，高階經理人權力說之提出僅係為了強調，單依理想締約說之觀點並不足以說明並解決當前經營者報酬所面臨之問題<sup>88</sup>。

而既然已知曉經營者報酬本身有形成代理問題之風險，則找出如何減緩、抑制可能發生代理問題的方法，便是處理經營者報酬議題的首要課題，是以，本文將於下面的章節中繼續說明，美國當前的經營者報酬現況、以及美國相關政府單位究竟採取了哪些監控措施，來設法抑制經營者報酬額的不良發展，冀望能對我國在經營者報酬議題的處理上，提供參考與借鏡。

---

<sup>87</sup> 學者 Michael B. Dorff 係透過心理層面的角度，從經營階層間的集團思想來分析現今這些無效率的報酬契約是如何產生的。Michael B. Dorff, THE GROUP DYNAMICS THEORY OF EXECUTIVE COMPENSATION, *Cardozo Law Review* (April, 2007), at 2029.

<sup>88</sup> Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, *supra* note 29, at 2.