

公司治理與董事薪酬的合理性¹

Manfred Büchele* (著)、葉新民** (譯)

【目次】

- 壹、前言
- 貳、以資本市場為導向的思考方式
- 參、公司治理準則與其作為補充性規範框架的角色
- 肆、立法者的修正
- 伍、董事薪酬的組成與核算
 - 一、企業經營績效與誘因相容性
 - 二、決定因素
 - 三、行為操控與報酬的最高限額
 - 四、報酬減免的合法性
- 陸、結論

¹ 本文為作者於 2013 年 5 月 6 日於國立中興大學以及 2013 年 5 月 9 日於靜宜大學所發表之學術演講的文字稿，於此雖仍保留演講稿的形式，但另增補學術論文所需的註解。

* 奧地利茵斯布魯克大學法學院企業法研究所副教授。

** 靜宜大學法律學系副教授。

摘 要

公司治理在公司法與資本市場法上究竟有如何新穎的內涵，以致於經常被人所稱頌，但又同時被嘲諷？公司治理準則本身並無法律的效力，但其功能何在？又，或者正因其不具備法律效力，所以才能發揮作用？本文由探討公司治理運動的背景開始，進而說明這項新的法治工具的主要特徵，而本文的核心問題則是公司的經營者薪酬的合理性；此外另針對經營者薪酬的組成與核算以及董事個別薪酬揭露關聯性的問題，本文亦將有深入的分析。

關鍵字：公司治理準則^{*} (Corporate Governance Kodex)、企業經營、資本市場、金融風暴、風險、信賴、規範框架、遵循或解釋原則、符合治理準則之宣示^{**} (Entsprechenserklärung)、透明化、資訊揭露、薪酬、董事會、彈性、誘因導向、行為控制、永續性、最高限額。

^{*} 譯註：德國法上的用語 Corporate Governance Kodex 在我國文獻中有不同的譯法，有譯為「公司治理法典」者（如陳彥良，德國公司治理概論—德國公司治理法典導論及內容，月旦民商法雜誌，9 期，2005 年 9 月），有譯為「公司治理規約」者（如陳麗娟，從德國「公司治理規約」論我國的監察人制度，台灣本土法學雜誌，78 期，2006 年 01 月；洪秀芬，論德國「商業判斷原則」之法制化，台灣法學雜誌，188 期，2011 年 11 月，頁 35-36），亦有譯為「公司治理準則」者（如楊君仁，公司治理與企業社會責任—德國法的觀點，台灣法學雜誌，109 期，2008 年 8 月，頁 85），本譯文從楊君仁教授的譯法。

^{**} 譯註：德文 Entsprechenserklärung，本文譯為「符合治理準則之宣示」，國內學者楊君仁教授則譯為「呼應說明」（見楊君仁，同前註，頁 87）。

壹、前言

公司治理—公司治理準則：在Corporate Governance這個英文用語的背後，隱藏了怎樣一個股份公司法上的創新理念呢？在一般字典意義中，治理一語係指一個組織體中之統治權或經營權的結構與組織¹，而公司治理即是股份公司法規範之中對企業之經營與監控的相關規定，有鑑於公司治理此一用語在實際運用上的無限可能性²，我們實在難以找到更精確的定義，雖然如此，公司治理最終仍可歸納到以下兩個概念範疇之中：

- 廣義的公司治理可以定義為董事會與監事會對股東以及資本市場的關係，公司治理因此經常與「股東利益之價值」(Shareholder Value)³或「機構投資人」(Institutional Investors)⁴等概念緊密結合在一起。
- 狹義的公司治理則可理解為公司的業務執行機關與監督機關間職權的合理分配，並為使兩者能相互合作而架構一個合目的性的組織結構，易言之，狹義的公司治理涉及業務經營機關以及監督機關的行為準則。

¹ Governance 源自希臘文„kybernetes“，其原意為為舵手 (Steuermann)。

² 約西元 1985 年以後的文獻可參考 Hopt/Teubner, Corporate Governance and Director's Liabilities (1985); später Assmann, Corporate Governance, AG 1995, 288; Feddersen/Hommelhoff/Schneider, Corporate Governance (1998); Hopt/Wymeersch, Comparative Corporate Governance (1998).

³ Shareholder Value 的概念始於 Rappaport, Creating Shareholder Value (1986).

⁴ 例如像 California Public Employees' Retirement System (CalPERS)等投資或退休基金，又銀行與保險公司亦屬之，對於機構投資人行使其表決權時的行為規範問題請參考 Strenger/Zetsche, AG 2013, 397.

總結而言，公司治理可說是一種「規範框架」(Ordnungsrahmen)，凡是與企業的業務經營與監督有關的規範，並有助於有效且可靠地保護投資人利益的機制，皆可說是公司治理的一環。

公司治理的功能就像是一個事前設置的過濾器：我們先將一個公司中所有與職權、通訊與控制相關的制度放進一個標準化的濾網中，接下來則由專業的企業分析師藉由公司治理檢驗表來評量前述各種「軟性因素」(soft factors)，而其評量結果將協助投資人做出是否買入該公司股票의 決策。基本上，我們可以據此提出以下的假說：投資人對於遵守公司治理法則的公司之投資意願，通常高於對於不遵守公司治理法則的公司。

公司治理同時也意味著，我們必須接受資本市場投資人的投資決定與喜好，同時亦應嚴格看待經濟學行為理論中所謂「經濟人」(Homo oeconomicus)的法則，正因如此，我們今日也更應重視以績效為導向的董事薪酬制度。

貳、以資本市場為導向的思考方式

由企業金融的歷史來看，在歐洲已經沿襲百年的企業融資方式在過去十年至十五年間發生重大的改變，按歐洲企業傳統上多以向銀行貸款的方式取得資金，但在最近不到二十年間卻已發展出經由資本市場融資的方式，股東由股權擁有者的角色轉變為資金的供給者，而此新開展的直接金融模式現在甚至更為普遍。

然而，如同歷史上其他重大的變革一般，從中獲利的人雖多，但是傾家蕩產的人也不在少數，在近年內兩次大型經濟衰退以及若干小規模的金融危機之後，資本市場的投資人現在也想要掌握自己的未來⁵，因此我們必須自問：

⁵ 例如透過 Risk Metrics Group, Institutional Shareholder Services (ISS)或是 The Corporate

- 我可以信賴企業，特別是它們的經營者嗎？
- 在做出投資決定之前，資金的供給者想要在投資人關係（Investor Relations）的範疇內瞭解被投資的企業是否依照公司治理法則為經營與監督。⁶
- 投資人也想要知道，這些企業是怎麼運作的？⁷他們怎樣達到營業目標？他們的董事會是如何被監控？最後，我投資的錢到底有沒有被好好地運用？⁸
- 投資人最後還要問，法規對企業經營者濫用職權與管理不善究竟提供怎樣的保護措施？而此類的問題即是每個經濟體都想要排除的不確定因素。

投資人的基本假設如下⁹：資本市場會獎勵遵守公司治理準則的

Library 等機構所做的「公司治理評等」(Governance Ratings)。

⁶ Claussen/Bröcker, AG 2000, 481 (481 und 485).

⁷ 由全球化的角度觀察公司信譽(Unternehmensreputation)的意義, 請參考 von der Crone, ZSR 119 (2000) 239 (259 ff).

⁸ 此一問題的背景即是著名的代理問題(Principal-Agent-Problem), 亦即, 當本人將自己的財產委由代理人管理時, 將不可避免地面對代理人利益衝突的風險, 惟此一衝突可以利用適當的績效導向制度而避免, 對此問題請參見經典著作 Berle/Means, The Modern Corporation and Private Property (1932), 其他文獻尚有 Mann, Corporate Governance Systeme, 23 f. 以及 Teichmann, ZGR 2001, 645 (646).

⁹ 依據所謂的效率市場假說(EMH), 股價可以當作衡量企業績效的標準, 此一學說假設股價通常可以迅速反應市場資訊以及經營者的行為, 因此股價即可作為衡量企業績效的標準, 而其前提乃是各該市場的效率, 亦即市場反應資訊的強度, 惟吾人亦多承認, 世上並不存在完全的效率市場, 請參考 Stilz, ZGR 2001, 875 (881 und 884); Kühnberger/Keßler, AG 1999, 453 (456 f), 對此問題的詳細討論, 請參考 Steinhauer, AG 1999, 299 (304 f); Weiß, Aktienoptionspläne für Führungskräfte 74 ff.

企業，反之，不遵守公司治理準則的企業即承擔較高的結構性風險¹⁰，而這對投資人的投資決策而言，正是一個必須排除的不確定因素，因此，公司治理可說是公司法中一種可以提升投資信心的措施¹¹。

參、公司治理準則與其作為補充性規範框架的角色

為使公司治理不致流於一種流行術語，在規範方法上即是創設所謂的公司治理準則（Corporate Governance-Kodizes），而此所謂準則事實上是由政府資助的私人組織所制訂的規則¹²，而由目前的經驗顯示，每一個國家通常也僅制訂一部公司治理準則。此類制訂準則的私人組織在德國是「德國公司治理準則委員會」（Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex）¹³，在奧地利是「公司治理事務委員會」（Arbeitskreis für Corporate Governance）¹⁴，在台灣則由台灣證券交易所以及櫃臺買賣中心所共同組成¹⁵，這三個國家都在2002年完成公司治理準則的制訂¹⁶，而奧地利的公司治理準則迄今已有七次修正¹⁷，最近的一次修正是在2012年，其適用對象為所有奧地利

¹⁰ 對此類企業可能的懲罰措施，請參考 *Schneider*, DB 2000, 2413 (2416), *Lutter*, ZGR 2001, 224 (236) und *Kallmeyer* in FS Peltzer, 205 (211).

¹¹ *Hommelhoff*, ZGR 2001, 238 (245).

¹² 請參見 *Johnston/Shelton bei Seibert*, AG 1999, 337 (340).

¹³ 德國公司治理準則可以從網路下載，其網址為 www.corporate-governance-code.de，目前最新的版本為2013年5月13日所公布的條文（譯註：於譯者翻譯本文時的最新條文為2014年6月24日所公布者）。

¹⁴ 奧地利公司治理準則的下載網址為 www.corporate-governance.at。

¹⁵ 英文版台灣「上市上櫃公司治理實務守則」的網址為 eng.selaw.com.tw/FLAWDAT01.asp?lsid=FL020553，最新的條文於2012年11月22日公布（譯註：於譯者翻譯本文時的最新條文為2014年12月31日所公布者）。

¹⁶ 見前註13-15。

¹⁷ 最新版的奧地利公司治理準則可在下列網址下載：
http://www.wienerborse.at/corporate/pdf/CG%20Kodex%20deutsch_Juli_2012_v2.pdf。
（譯註：於譯者翻譯本文時最新版本的下載網址為
http://www.wienerborse.at/corporate/pdf/CG_Kodex_DE_Jänner_2015_v5.pdf）。

的股票上市公司，至於非上市公司，亦建議能重視其規定¹⁸。

簡而言之，公司治理準則雖非法律，但卻伴隨法律而存在，其內容亦與法律有部分重疊，整體而言，公司治理準則為具有補充法律之功能的規範架構。

至少由公司治理準則的基本內容來看，企業原則上有權自己決定下列事項：

- 企業是否願意遵守公司治理準則，亦即，企業可以決定公司治理準則是否適用在自己身上。
- 以及，若有適用的意願，則企業可以進一步決定適用的範圍，亦即，企業可以排除一部分規則的適用。

若一個企業想要部分排除公司治理準則的適用，則此一部分排除的事實必須依照所謂的「遵循或解釋」(Comply or explain)的規定揭露並說明排除的理由。此類具有「遵循或解釋」性質的規定，在奧地利公司治理準則中係以縮寫的字母C標註，因此，這些具有建議性質的規定便被簡稱為「C規則」。在德國公司治理準則中，同類的規定則稱為「得為條款」(Soll-Vorschriften)；由於企業得於履行揭露與說明的義務後部分排除「C規則」或「得為條款」之適用，由此更可見彈性(Flexibilität)正是此類規定的重要特性¹⁹。

無論是德國股份法²⁰或奧地利企業法²¹皆明文承認公司治理準則的效力，並將前述的「遵循或解釋」訂為一種法定義務，目前所有的上市公司皆有公布所謂的「符合治理準則之宣示」

¹⁸ 請參見奧地利公司治理準則之前言(Präambel)。

¹⁹ 請參見 Hommelhoff, ZGR 2001, 238 (242 f).

²⁰ 請參見德國股份法(AktG)第161條。

²¹ 請參見奧地利企業法(UGB)第243條。

(*Entsprechenserklärung*) 的義務，並以此一宣示來揭露並說明該公司選擇排除一部分「遵循或解釋」條款之適用的事實與理由。

在此需特別說明的是，公布前述「符合治理準則之宣示」乃是董事會與監事會作為公司機關的法定義務，而非股份公司本身的義務。若一公司的董事會與監事會公布不實或不完整的「符合治理準則之宣示」，將發生嚴重的法律效果²²。例如德國聯邦最高法院即於 2009 年作出如下的判決：若一公司的董事會與監事會做出不實的「符合治理準則之宣示」，且其明知或可得而知此一事實，則公司股東在股東會中所為解除董事會與監事會責任的決議將被認定為無效或得撤銷²³。

肆、立法者的修正

如前所述，「遵循或解釋」原則的立法意旨在促使企業不要做出違反公司治理準則的決定，因為，一旦「符合治理準則之宣示」公告周知，資本市場將可懲罰那些不願遵從公司治理準則的企業。

然而，若資本市場的獎勵或懲罰功能無法發揮，亦即，在自願性質的規範仍有不足的情形下，此時將有賴立法者加以干預²⁴。

其意何指？在此有闡釋的必要，對於企業投資人而言，瞭解被投資的公司如何運用資金事關其個人利益，因此，若要持續獲得投資人的信賴，則企業應確實且即時地揭露其重大資訊²⁵，而正是基於此一理由，董事薪酬透明化的問題即需更詳細地加以探討。

²² 單就奧地利法而言，請參考 *Schrank/Luksan, ecolex* 2013, 345.

²³ 請參見 BGH 16. Februar 2009, II ZR 185/07, NJW 2009, 2207 = NZG 2009, 342 = WM 2009, 459.

²⁴ 請參見歐盟執行委員會最近於 2013 年 4 月 16 日所發佈的有關非金融與多元資訊揭露之指令的草案 (RL-Vorschlag der EU-Kommission zur Offenlegung nicht-finanzieller Informationen und Diversität vom 16. April 2013, COM(2013) 207 final)，下載網址為 ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/non-financial-reporting/com_2013_207_en.pdf.

²⁵ 有關公司治理之目的的一般性論述，請參考 *Burkhalter, Einheitsaktien*.

奧地利股份公司法在 2012 年修正²⁶之前，針對個別董事之固定與變動薪酬的揭露，奧地利公司治理準則僅以 C 條款做出建議性質的規定²⁷，亦即，對於個別董事薪酬的揭露，公司只有「遵循或解釋」的義務，而此一條款過去卻正好是奧地利公司治理準則的所有條款中，最常被企業選擇排除其適用者。當時在維也納交易所掛牌的公司中，只有不到四成的公司願意遵循揭露個別董事薪酬的 C 條款²⁸。

雖然市場投資人對此類自律規範已逐漸習以為常，但這個條款竟然只被四成上市公司所遵守，對立法者而言卻仍然太少了，因此，奧地利股份公司法在前述 2012 年的修正案中便新增了嚴格的規定²⁹，此後，個別董事的薪酬皆須在公司治理報告書中個別地加以揭露³⁰。

這個立法的新趨勢由正由奧地利向外擴展：例如歐盟執行委員會便支持各會員國立法加強董事薪酬政策的透明度，在歐洲公司法與公司治理現代化的議案中，歐盟執行委員會已在 2012 年 12 月開始一項新的工作計畫³¹。

²⁶ 請參考奧地利 2012 年第 2 號經濟穩定法(das 2. Stabilitätsgesetz 2012 (2. StabG, BGBl I 2012/35))。

²⁷ 請參考 C-Regel Nr 31 ÖCGK。

²⁸ 請參考 *Österreichisches Aktienforum*, Kodex Bericht 2011, 下載網址為 www.aktienforum.org/dokumente/67/Kodex_Bericht_2011.pdf; 另請參考 *Österreichische Arbeiterkammer*, Kodex-Report 2011, 下載網址為 media.arbeiterkammer.at/wien/PDF/studien/Corporate_Governance_Report_Frauen_2011.pdf; 以及 *Österreichische Arbeiterkammer*, Kodex-Report 2012, 下載網址為 media.arbeiterkammer.at/wien/PDF/Publikationen/Kodex_Report_2012.pdf。

²⁹ 細節請參考 *Rauter*, JAP 2012/2013, 3; *Ederer*, ZFR 2012/90, 146。

³⁰ 依據奧地利企業法第 243b 條第 2 項第 3 款的規定，上市公司個別董事的全部薪酬以及公司薪酬決定的政策皆應揭露，然而，依奧地利公司治理準則 C 條款第 31 條之規定，個別董事薪酬之揭露，僅適用於上市公司，而且需該公司並未排除該條款之適用方有可能。再者，奧地利企業法第 241 條第 4 項原規定，在董事少於三人的狀況下，資產負債表附錄中有關董事薪酬的個別揭露的規定得不適用，但在第 243b 條第 2 項第 3 款所規定的情形，則無此排除適用的可能。

³¹ 請參考 *Europäische Kommission*, Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen, 下載網址為 eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:DE:PDF。

伍、董事薪酬的組成與核算

一、企業經營績效與誘因相容性

我們既然要求董事薪酬更透明，另一方面似乎也要容許薪酬之組成與核算有一定的彈性空間。

- 一方面：企業對經理人支付薪酬的多寡可以作為衡量其績效的標準，特別是在與公司內部與外部其他人員比較之後，經理人所獲得高人一等的薪酬即可當作個人成就的表徵（即自我實現（*Selbstverwirklichung*）³²）。而外部的比較對於高階經理人更顯重要，因為經理人在公司內部的階級越高，在公司內部可供作薪資比較的職位就更少³³。

由此可知，激勵導向的問題（即所謂「誘因相容性」（*Anreizkompatibilität*）³⁴，應該與董事薪酬是緊密相關的：就所謂積極的行為操控（*positive Verhaltenssteuerung*）理論而言，其關鍵因素在於董事相信薪酬反映出其個人的績效，亦即，績效與薪酬的連結正是積極的行為操控理論之基本前提，同時也是以績效作為薪酬決定標準的前提。

- 另一方面問題卻是：目前我們對董事薪酬的決定過於依賴公司短期的經營績效，在前幾次金融風暴中已經顯出來，公司所制訂的董事薪酬政策將促使董事以短期的營運成果來獲取高額

³² 依據 *Maslow* 的學說，自我實現乃個人需求之金字塔頂端。

³³ 請參考 *Thüsing*, ZGR 2003, 457 (474 f).

³⁴ 對此一概念的意義請參考 *Backes-Gellner/Kräkel/Geil* (Hrsg.), *Quantitative und qualitative Personalanpassungsstrategien*, 96f; *Schildbach*, DB 2003, 893 (895); *Fleischer*, ZGR 2001, 1 (9); *Kalss* in *GesRZ-Sonderheft Aktienoptionen, Aktienoptionen auf neuer gesellschaftsrechtlicher Grundlage*, 2 (4 f); 譯註：德文 *Anreizkompatibilität* 應是對應於英文 *Incentive compatibility* 的概念，涉及所謂的「機制設計理論」（*mechanism design theory*）。

報酬，因而忽略了以長期經營的角度來評估目前的營運策略是否適當。

與此相關的討論正是美國通過多德-弗蘭克法案（Dodd-Frank Act）³⁵的主因，在國際間，則有二十國集團(G20)國家之金融穩定委員會（Financial Stability Board）所制訂的「穩健薪酬實踐原則」（Principles for Sound Compensation Practises）³⁶，另外德國則制訂了所謂的「董事薪酬合理化法案」（das Gesetz zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen）³⁷，此法案係依歐盟執行委員會針對上市公司經理人薪酬的建議案而規劃完成³⁸。

二、決定因素

依奧地利（與德國）的法律規定，董事薪酬的各種組成元素，包括依績效而定的薪酬，其決定權一向是掌握在監事會手中³⁹，在奧地利股份公司法 2012 年的修正案⁴⁰中，董事薪酬的決定，除了依照個

³⁵ 多德-弗蘭克法案全名為多德-弗蘭克華爾街革新與消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）為美國的成文法，主要乃為回應 2007 年的金融風暴而制訂，其內容在全面地改革美國金融市場法制，此法案之下載網址為 www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf。

³⁶ *Financial Stability Board/Forum*, Principles for Sound Compensation Practises, 下載網址為 https://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf。

³⁷ 此一法律於 2009 年 8 月 5 日生效，請參考 *Fleischer*, NZG 2009, 801; *Thüsing*, AG 2009, 517; *Lingemann*, BB 2009, 1918; *Hanau*, NJW 2009, 1652; *Hohenstatt/Kuhnke*, ZIP 2009, 1981。

³⁸ 請參見董事薪酬揭露法（das Gesetz zur Offenlegung der Vorstandsvergütung (VorstOG vom 3. August 2005, BGBl I 2005, 2267)）。

³⁹ 請參見奧地利股份公司法（öAktG）第 78 條第 1 項以及德國股份法（dAktG）第 87 條第 1 項與第 107 條第 3 項；對此問題的一般性論述，請參考 *Wettich*, AG 2013, 374 (378)；針對報酬諮詢者（Vergütungsberater）的角色問題，請參考 *Fleischer*, BB 2010, 67；針對監事會的職權行使，德國 2013 年 5 月 13 日發佈的公司治理準則要點 4.2.2. 補充如下：「監事會亦應考量董事薪酬與高階經理人以及勞工薪酬之間的長期關連性，而監事會亦應決定高階經理人與勞工如何區分的標準。」

⁴⁰ 見前註 26。

別董事的職務與公司目前的財務現況之外，更應與「個別董事的經營績效」之間存在一合理的關連性（in einem angemessenen Verhältnis），單由該條規定的文字即可知，在一個有多數成員的董事會中，董事薪酬的決定並非依董事會整體的績效決定，而是依個別董事的績效。此外，所謂的個別董事的「職務」，則應取決於董事會所賦予個別董事的工作以及由此而生的責任，至於「績效」則指個別董事迄今在具體的狀況中所付出的勞務。

再者，董事會成員的整體薪酬必須與「通常的薪酬」（übliche Vergütung）間存在一合理的關係⁴¹，然而，並非所有在市場上被視為「通常」的薪酬，就一定符合前述之合理性標準。針對薪酬是否符合所謂通常性的標準，監事會主要應以國內經營同類業務，且規模與自己公司相當的企業所給付的董事薪酬為依據⁴²。對於國際企業，則可參照不同國家的企業在法律上或事實上的特性，並於考量其董事薪酬水平後，再據以決定自己公司之董事酬勞。此外，監事會亦得將自己公司內部不同階層的薪酬納入比較，惟此一標準則較不重要⁴³。

就功能性的觀點而言，監事會在與董事協商其獎酬工具時，現在亦應針對公司「永續性的發展」所需，於董事薪酬的決定標準中加入「長期性的激勵機制」。

所謂公司發展的「永續性」(Nachhaltigkeit)，其具體內容是什麼？這不是一個新的想法，此一永續性的概念最早係源自林業管理，其意係指，伐木與樹木生長的速度應處於一個均衡的關係中，其目的在使

⁴¹ 針對董事酬勞之一般性問題，請參考 *Lingemann*, BB 2009, 1918 (1918 f); *Fleischer*, NZG 2009, 801 (802)。

⁴² 此即所謂水平的通常性 (Horizontale Üblichkeit) 或是外部比較 (externer Vergleich) 的問題。

⁴³ 此即所謂垂直通常性 (Vertikale Üblichkeit) 或是內部比較 (interner Vergleich) 的問題。對此，瑞士已舉辦所謂的 1:12 公民投票案，亦即，限制企業的高階主管年薪不得超過最低薪員工的十二倍，此一全國性的公投案已於 2013 年舉行，並且受到 67.9% 的投票公民的贊同而通過，惟於公投後至少一年方能實現該案，尤其相關的法令更應先行制訂並實施，方有實現本案的可能。

森林中樹木在未來仍能保持足夠的數量，易言之，基於短期利益的濫砍林木應該避免，因此，我們必須為未來世代的利益而支持長期性的思考方式⁴⁴。

有鑑於近年發生的經濟與金融危機，董事薪酬制度應該促使經營階層放棄風險過高或無法事前評估風險的業務⁴⁵。

三、行為操控與報酬的最高限額

如果我們現在再將主題轉回董事薪酬制度的問題，則不得不注意到所謂行為操控（*Verhaltenssteuerung*）理論有著日漸增加的重要性，對此問題的關鍵字即是所謂的「誘因相容性」（*Anreizkompatibilität*）。畢竟我們想要透過「薪酬結構」（*Vergütungsstruktur*）⁴⁶而去影響董事的行為模式，並藉此避免未來企業、金融或經濟危機的發生。很明顯的，一個有「永續性」的董事薪酬制度只能透過均衡的薪酬結構方能達成，亦即，所謂薪酬應由基本報酬、附隨給付、變動的獎勵以及生活補助等部分結構而成。

易言之，董事的報酬與分紅應該依據長期的經營績效而決定，反之，董事薪酬是否應該有絕對的數額作為標準則非重要，若我們仍堅持要以數額作為標準，則或可藉由最高限額的制訂，亦即所謂的「帽子」（*Cap*），將董事薪酬限制在一定的數量框架之中。對此問題，德國立法者已經率先提出因應措施，依據德國股份法的規定，監事會有義務針對非事前能預料的發展與董事協商薪酬的最高限額，或者至少應保留制訂此一限額的權利⁴⁷。奧地利的立法者雖尚未跟上腳步，但

⁴⁴ 有關永續性的概念，請參考 *Hohenstatt/Kuhnke*, ZIP 2009, 1981 (1982); *Lingemann*, BB 2009, 1918 (1919); *Fleischer*, NZG 2009, 801 (802 f).

⁴⁵ *Müller*, ÖBA 2011, 3 (5 f).

⁴⁶ 有關薪酬結構的概念，請參考 *Hohenstatt/Kuhnke*, ZIP 2009, 1981 (1982).

⁴⁷ 德國股份法第 87 條第 1 項第 3 句參照；另請參考 *Lingemann*, BB 2009, 1918 (1919 f)；此外，2013 年 5 月 13 日修正後的德國公司治理準則第 4.2.3 點亦補充前述法規範，如下：「（董事）酬勞應就其整體以及變動酬勞部分有最高數額的限制」，再者，德國聯邦內閣曾於 2013 年 5 月 13 日通過—尚未成為法律—的決議，要求公司公開董事酬

至少在奧地利的公司治理準則中亦有一個「遵循或解釋」條款⁴⁸，建議公司授權監事會至少在非固定的變動酬勞中，得事先制訂一個最高限額。

針對這裡的「帽子限額」，過去曾有人提出質疑，亦即，限額的結果將使一個行事較保守的董事會更不願意從事需承擔風險的業務，然而，在今日這個經營者慣於冒險的時代中，此一「帽子限額」似應不算缺點罷。

四、報酬減免的合法性

董事薪酬的組成中，雖然有與企業經營成果無關的固定報酬，但是一個負責的監事會還應設法另外加入變動報酬⁴⁹，否則，當公司因突發因素發生重大經營困境，依奧地利現行法的規定，監事會並無權援引此重大變故而減少董事的報酬⁵⁰，亦即，依奧地利法，監事會若基於此類特殊原因而欲減少董事報酬，必須事前在與董事的委任契約中明文做出相關約定方可。對此類事後減少董事報酬的可能性，德國股份法已經訂有特別規定⁵¹，此一基於公司特殊經營困境而保留給監

勞最高限額的具體數字，蓋股東會有權瞭解，在抽象規則的適用下董事酬勞的最高額度為何。

⁴⁸ 奧地利公司治理準則 C 規則第 27 條參照。

⁴⁹ 依奧地利股份法第 75 條第 1 項與第 97 條第 1 項(德國股份法第 84 條第 1 項與第 112 條)之規定，監事會基於其廣泛的人事權乃董事薪酬的唯一決定機關，因此，監事會基於其機關職權所擁有的董事薪酬決定權，即成為績效導向薪酬制度之法律構造上的中心點。此外，德國立法者仿英美法上所謂 Say on pay 制度新增定了股份法第 120 條第 4 項，此一法規範係基於董事合理薪酬法 (VorstAG) 之實施而制訂，該條規定了一項奧地利法目前尚未引進的特殊制度，依其規定，股東會得對董事薪酬系統做出無拘束力的決議，此一規定的立法意旨乃在提升股東權，並加強監事會的查核義務。另依德國聯邦內閣於 2013 年 5 月 13 日所通過一項—尚未成為法律—的決議，上市企業的業主須於每年就董事薪酬系統做出決議 (包括董事酬勞的具體數額，見前註 47)。

⁵⁰ 請參考奧地利最高法院 1989 年 1 月 11 日之判決 OGH 9 Ob A 513/88; 另請參考 Schima, RdW 1990, 448, 其中特別指出德國法之差異; Peltzer in FS Lutter, 571 (580 ff).

⁵¹ 德國股份法第 87 條第 2 項參照，另請參考 Mohr/Bihn in Kessler/Sauter (Hrsg), Handbuch Stock Options, Rz 974 und 982f; Pulz, Personalbindung durch

事會的權利，在前述的德國「董事薪酬合理化法案」中更被強化了，亦即，在法律修正前，監事會僅「得」減少董事報酬，而在修正後，監事會依法則「應」減少董事報酬⁵²。

最後，如果監事會疏而給付超過前述最高限額的董事報酬，將承擔損害賠償的風險⁵³。

陸、結論

公司治理準則的射程與效力取決於上市公司的態度，以及他們如何對待「遵循或解釋」條款，若僅有不到四成的股份公司願意遵循某項公司治理準則中的建議性條款，則此一條款實不足以被稱為受到「遵循」。再者，若某一建議性條款被某公司排除其適用，但卻未加以說明或僅以一般性的理由搪塞時，亦不足以符合「解釋」的要求⁵⁴。總結來說，「董事薪酬的合理性」對資本市場投資人的信賴具有舉足輕重的地位，這是再清楚不過的事實，但是個別董事薪酬的揭露是否也有相同的重要性，「市場心理學」的研究對此則尚未得到完整的結論。

aktienkursorientierte Vergütung 24.

⁵² 相關細節請參考 *Waldenberger/Kaufmann*, BB 2010, 2257 (2261); *Lingemann*, BB 2009, 1918 (1920 ff); *Fleischer*, NZG 2009, 801 (803 f)，有關董事之過高薪酬返還義務的相關問題，請參考 *Brandes*, ZIP 2013, 1107.

⁵³ 請參考 *Wettich*, AG 2013, 374 (382); *Waldenberger/Kaufmann*, BB 2010, 2257 (2262 ff).

⁵⁴ 過於樂觀的見解，請參考 *Hommelhoff*, ZGR 2001, 238 (242 f).

