

# 公開發行公司員工股權激勵與 公司治理

劉承愚\*

## 要 目

壹、前 言	(一)員 工
貳、員工股權激勵的功能及其演進	(二)公 司
一、以股權作為薪酬可以使員工與 股東利益一致化	(三)股 東
二、股權激勵可減輕公司經營的 財務負擔	二、控制股東與員工股權激勵
三、股權激勵可作為穩健的薪酬 工具	(一)控制股東與公司間的關係
(一)美 國	(二)控制股東與肥貓
(二)歐 盟	(三)控制股東領取員工股權激勵與 現金激勵之試算比較
(三)香 港	三、目的事業主管機關與股權激勵
四、小 結	(一)沒有明確的審查標準
參、員工股權激勵的監管	(二)審查者難以判斷申請內容之 合理性
一、員工股權激勵之利害關係人	(三)目的事業主管機關可能淪為 背書工具
(一)債權人	(四)股東難以尋求司法救濟

DOI : 10.3966/102398202017120151004

\*

益思科技法律事務所律師，政治大學法律學系博士生。

投稿日期：一〇六年一月十日；接受刊登日期：一〇六年六月一日

責任校對：林嘉瑛

四、小 結	三、股東會之參與
肆、股權激勵的公司治理規範	(一)利益迴避原則
一、股權激勵與公司治理	(二)公開發行公司股東會參與股權 激勵之規範
二、薪酬委員會之機制	(三)股東會之參與方式
(一)薪酬委員會之引進	(四)資訊公開及表決迴避
(二)薪酬委員會之組成及權限	四、回歸公司治理之規範
(三)薪酬委員會決策之資訊公開	伍、結論與建議
(四)薪酬委員會之展望	

## 摘 要

以認股權憑證及限制型股票為主體的股權激勵，為公司重要的人力資源及財務工具。歐、美及香港在歷經二〇〇一年安隆（Enron）案及二〇〇八年金融危機洗禮後，更將股權激勵採為穩健薪酬制度下重要的薪酬工具。惟我國由於特殊的時空背景，對發行公司利用股權激勵設下多重限制，包括以獨特的「中央目的事業主管機關專案核准」為管制手段。按股權激勵僅為薪酬一部分，本文以實際案例試算可知，控制股東自薪酬中獲取最大利益的方式，是領取現金激勵而非股權激勵。且近年來我國已引進薪酬委員會制度，建議可以加強薪酬委員會的功能及資訊公開義務、將「數量管制」改為「數量門檻」而由股東會為特別決議、資訊公開、及表決迴避等公司治理手段處理員工股權激勵。

**關鍵詞：**股權激勵、認股權憑證、限制員工權利新股、限制型股票、公司治理、中央目的事業主管機關、控制股東、薪酬委員會、表決迴避

## 壹、前言

二〇一五年八月六日，金融監督管理委員會（下稱金管會）發布新聞稿，修正發行人募集與發行有價證券處理準則（下稱募發準則）第60條之9，放寬發行公司對單一員工取得員工認股權憑證及限制型股票之累積數量上限<sup>1</sup>，而放寬的條件為經各中央目的事業主管機關專案核准。其修正理由謂「考量企業留才之需求，爰參酌外界建議，修正放寬經各中央目的事業主管機關專案核准者，單一員工取得員工認股權憑證與限制員工權利新股之合計數得不受限制。」

在二〇〇八年我國「員工分紅入股」改列公司費用並自二〇〇九年起依市價向員工課徵所得稅以後，臺灣公司在人才競爭上失去了沿用將近三十年最重要的員工獎酬工具<sup>2</sup>。近幾年來，臺灣的高階人才頻傳被境外公司（尤其是中國大陸）挖角<sup>3</sup>，問題就出在過去公司長期倚賴員工分紅入股制度來攬才、留才，失去員工分紅入股這項重要的武器之後，在人才競爭的戰場上，臺灣公司幾乎是束手無策。雖然金管會在二〇〇七年修正募發準則，增訂第56條之

---

<sup>1</sup> 依該條規定之上限，單一員工取得之認股權憑證及限制員工權利新股總數不得超過公司已發行股份總數1%，其中認股價格低於市價之認股權及限制員工權利新股總數不得超過公司已發行股份總數3%。

<sup>2</sup> 在會計及稅法上爭議很大的員工分紅入股制度係於1980年公司法修正第235條時創設之獎酬機制，至2008年改變會計認列及課稅規定，2015年公司法修法，刪除第235條之員工分紅規定，改增設第235條之1，規定公司可以將「員工酬勞」以市價發行新股配給員工，正式廢止員工分紅入股機制。

<sup>3</sup> 就在金管會2015年8月做出放寬股權激勵決定後，同年10月，又傳出「DRAM教父」華亞科董事長、南亞科總經理高啓全傳出將跳槽中國紫光，震撼臺灣半導體業。據媒體估計，高啓全的年薪已超過新臺幣1,500萬元，中國紫光應該是以5倍至10倍的薪酬進行挖角，參閱<http://tw.finance.appledaily.com/daily/20151006/36819168/>，最後瀏覽日：2017年11月16日。

1，許可公開發行公司發行認股價格不受市價或淨值限制之員工認股權憑證；又在二〇一一年公司法修正時，增列公開發行公司得對員工發行限制權利新股的規定，希望能緩和廢止員工分紅入股制度對產業造成的衝擊，但金管會在募發準則第60條之8對於公司發行員工認股權憑證及限制型股票所採取的整體總量限制<sup>4</sup>，以及第60條之9就公司對單一員工發行認股權憑證及限制型股票所採取的個人總量限制，使得這兩項工具在爭取關鍵團隊與個別關鍵人才時受到很大的限制。金管會在業界千呼萬喚之下對單一員工股權激勵所做出的「放寬」規定究竟是否有效雖仍待觀察，但前開發行數量管制造成產業界在攬才、留才的困難已是不爭的事實，必須加以解決。對公開發行公司的股權激勵數量進行總量管制是否必要？以目的事業主管機關的行政處分作為「放寬」的手段是否合理？現有的公司治理工具中，有沒有更合適的替代方案？實值進一步探討。

本文參考我國、美國及中國大陸之規範<sup>5</sup>，將員工股權激勵的討論範圍限定在員工認股權憑證（其概念類似於美國的stock option及中國大陸的認股期權，下稱認股權憑證或股票選擇權）及員工限

---

<sup>4</sup> 依募發準則第60條之8規定：「發行人依第五十六條之一第一項申報發行之員工認股權憑證得認購股份數額及前各次依同條規定發行且流通在外員工認股權憑證得認購股份總數，加計依第六十條之二申報發行之限制員工權利新股及前各次已發行而尚未達既得條件之限制員工權利新股合計數，不得超過已發行股份總數之百分之五，且加計發行人依第五十六條第一項申報發行之員工認股權憑證得認購股份數額及前各次員工認股權憑證流通在外餘額，不得超過已發行股份總數之百分之十五。」

<sup>5</sup> 中國大陸於2016年7月頒布實施之《上市公司股權激勵管理辦法》，其中幾已涵蓋各國對於股權激勵的公司治理要求，對於探討股權激勵的管制極具參考價值。參見劉承愚，論臺灣地區上市公司股權獎勵制度——從中國大陸地區股權獎勵新制談起，載：2016第六屆兩岸民商法前沿論壇論文集，頁1206-1219，2016年11月。

制權利新股（其概念類似於美國的restricted stock及中國大陸的限制性股票，以下依我國金管會用語簡稱「限制型股票」）之發行，並自公司治理中利害關係人的角度來審視員工股權激勵的規範，並謀求以加強薪酬委員會功能、數量門檻啟動股東會決議機制、資訊揭露及表決迴避等方式，處理股權激勵發行時可能引發的自我交易（self-dealing）問題，以謀求解決現行總量管制方式對發行公司造成之人力資源及財務規劃問題。

## 貳、員工股權激勵的功能及其演進

### 一、以股權作為薪酬可以使員工與股東利益一致化

員工薪酬是公司就員工提供之勞務所發給的對價，隨著時代的發展，員工薪酬的內容已經自單純的現金薪給及各種津貼，發展到有形及無形的員工福利，以及分享公司的股權。美國公司早於十九世紀就開始推行員工持股計畫，但其主要目的不是為了讓員工賺取認股價格與市價的價差，而是一個員工共享公司成功與成長的機制<sup>6</sup>。一九七〇年代以來，財經學者的實證研究顯示，採行以權益為基礎（equity-based）的激勵工具，如股票選擇權、限制型股票等，可提供誘因予公司管理者以追求公司價值最大化<sup>7</sup>；而一九八〇年代盛行的惡意收購（hostile takeover），意外地成為近三十年來美國公司大量發行認股權憑證及限制型股票給經營團隊的推手。

<sup>6</sup> 美國Procter & Gamble公司自1887年起即將股份提供給員工，作為薪酬的一部分，其目的在於使員工共享公司經營的成果，此可參閱該公司網站公司歷史（A Company History 1837 - Today），頁2，資料來源：[https://www.pg.com/translations/history\\_pdf/english\\_history.pdf](https://www.pg.com/translations/history_pdf/english_history.pdf)，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>7</sup> Hamid Mehran, *Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance*, 38 J. FIN. ECON. 163, 179-80 (1995).

學者John Coffee指出，自一九八三年開始，出現以垃圾債券（junk bond）為工具的惡意收購行為，使得收購案件數量大幅增加。因為收購者最大的收益來自股價上升，所以被收購公司無論是沿用原來的經營團隊進行經營層收購（management buyout），還是從外面找人來接手經營，都必須要給經營團隊很強的誘因，使其個人利益與公司的股價一致化。因此，收購者往往授予資深經理人更多的股票選擇權，而機構投資人也隨之起舞，大量將股票選擇權用於對公司經理人及董事的激勵，使其對於股價的變動更為敏感<sup>8</sup>。

對於高階經理人（英文稱之為“executives”、中國大陸稱之為「高管人員」）的薪酬結構，也隨著以股票為主的資本市場在八〇年代以後的發展，有了重大的改變。據學者George Milkovich等整理之統計資料顯示，在一九七〇年代，高階經理人的薪酬中，現金占比為60%、八〇年代為40%、九〇年代為33%、到二十一世紀初（二〇〇三年）已降為16%，而以股權為主之長期激勵所占的比重，自一九七〇年代的15%，到二十一世紀初（二〇〇三年）已增加為68%<sup>9</sup>。前述薪資結構的變化顯示，作為員工及股東利益一致化的工具，股權激勵已經普遍為勞資雙方所接受。

## 二、股權激勵可減輕公司經營的財務負擔

到了一九九〇年代，知識經濟<sup>10</sup>大行其道，「人才」成為最重

---

<sup>8</sup> John C. Coffee, *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, 89(2) CORNELL L. REV. 269, 278-79 (2004).

<sup>9</sup> GEORGE T. MILKOVICH & JERRY NEWMAN, COMPENSATION 467 (2004).

<sup>10</sup> 「知識經濟」一詞是相對於工業革命前的「農業經濟」及「工業經濟」而來，關於知識經濟各家有不同的定義及概念，本文所使用之定義係採自具有近百年歷史的英國非營利組織THE WORK FOUNDATION於網路出版之“Defining the Knowledge Economy”，資料來源：<http://cmaptools.cicei.com>:

要的關鍵成功因素。在創業投資領域的專業人士普遍認為，增加基層員工對公司的持股，可以讓他們以公司所有者的地位直接或間接對公司高層施壓，更可以降低代理人成本而使公司的價值極大化<sup>11</sup>。因此，由創投主導的新創公司，長期以來均以數量可觀的股票，來吸引最佳的人才並激發他們的創造力，並促成股票上市<sup>12</sup>。自一九九〇年代以來，股權激勵計畫成為知識密集產業（例如生醫、網路、資通訊等）非常重要的人力資源工具，因為科技瞬息萬變，以新技術、新團隊創立一家新公司，初期投入的現金資本可能不高，但是成功後公司的價值難以計算；公司在創立初期募資不易，將資金用於資本支出及研發費用而不是支出高額薪資，為投資人所樂見，而創業團隊也期望在公司成功以後能夠分享股價上漲的利潤而非固定的薪資。股權激勵可以讓高階人才領取較低的薪資，但取得未來認購或享有股份的權利<sup>13</sup>，因此成為公司及人才雙方利益的交集。除了新創公司以外，當公司陷於經營困境，或是需要新血注入時，以未來認購或享有公司股權作為激勵的方法，亦遠優於公司支出大筆現金吸引人才。

---

8002/rid=1200871154838\_2024647570\_1410/defining\_knowledge\_economy.pdf，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>11</sup> 諾貝爾經濟學獎得主Scholes在1991年提出並普遍被投資界採用的論述為，基層員工直接持有公司股權將直接且間接對於公司高階管理層產生壓力，使其能致力於提高公司的股價。當員工擁有股權時，挑戰公司高層的決策與其直接利益相關。更有甚者，這些員工會對公司高層產生間接的壓力使其將公司價值極大化，因為公司高層知道公司的所有者就在他們的身邊一起工作。參閱Myron S. Scholes, *Stock and Compensation*, 46(3) J. FIN. 805, 806 (1991).

<sup>12</sup> James W. Westerman, Scott W. Geiger & Linda A. Cyr, *Employee Equity Incentives and Venture Capitalist Involvement: Examining the Effects on IPO Performance*, 13(4) J. DEV. ENTREPRENEUR. 410, 419-20 (2008).

<sup>13</sup> 主要的股權激勵工具就是員工認股權憑證（未來可認購股份）及限制型股票（符合一定條件之後才可享有完整的股東權益）兩大類。



如何鼓勵創新創業，不僅為臺灣各界所重視，更幾乎可以說是世界先進國家共同關注的焦點。為此，各國多致力於形塑一個對於新創事業友善的法規環境。以發行限制型股票為例，公司無須支出現金，即可期待員工全力投入創新，並分享未來可能飆漲的股價所帶來的利益，常是新創事業的經營階層、投資人與員工均樂於接受的安排<sup>14</sup>；但我國公司在二〇一一年納入產業界期盼多年的限制員工權利新股時，卻僅限公開發行公司才能發行，卻未考慮新創公司的需求。此外，由財團法人證券櫃檯買賣中心執行政府政策，鼓勵設立年限短或營運績效尚未顯現，但技術或產品開發成功具有市場性之新創或新興科技事業或文化創意事業進入資本市場，辦理公開發行而得以在興櫃或上櫃市場交易<sup>15</sup>。這些沒有營收的公司，現金部位對其而言至為重要，如能用以股權激勵作為員工薪酬的重要組成，可以將辛苦籌措的現金用以支付研發經費，減輕公司的財務負擔。這類公司的實收資本額在新臺幣（下同）5千萬元以上就可於辦理公開發行後上（興）櫃交易，惟依照募發準則第60條之8及第60條之9的規定，實收資本額5千萬元以上的公司，能夠發行的股權激勵的累積股票面額僅有750萬元（以無償的限制型股票最高只能占比5%的上限來看，無償的部分累積總額只有250萬元），單一激勵對象只有面額50萬的股票（以無償的限制型股票最高只能占比3%的上限來看，無償的部分最高只有15萬元），試問，累積總額15萬元的股票要如何攬才、留才？此舉已造成前景良好但需要股權激勵作為財務工具的公司積極出走，將公司登記為境外公司，以尋求在不

---

<sup>14</sup> 參閱邵慶平，新創公司與限制員工權利新股，月旦法學教室，153期，頁24，2015年7月。

<sup>15</sup> 參閱櫃檯買賣中心，網頁[http://www.tpex.org.tw/web/link/tech\\_ipo.php?l=zh-tw](http://www.tpex.org.tw/web/link/tech_ipo.php?l=zh-tw)，最後瀏覽日：2017年11月16日。

受股權激勵限制的自由資本市場中募資上市。

### 三、股權激勵可作為穩健的薪酬工具

國際上主要自由經濟體中，以股權獎勵方式來激勵員工，被認為是一種常態，幾乎沒有國家把發放股權獎勵當做對股東或公司權益的威脅而嚴加管制的。從財務管理的角度來看，發放股票（包括認股權及限制型股票）給員工而不發放現金，是再好不過的事情，因此，在一般的行業中，並沒有特別的問題，也沒有特別的管制。但二〇〇八年金融風暴以來，金融業經理人的高薪成為眾矢之的，其中一個重要的原因，就是金融業以高額現金獎勵經理人的特性，使得經理人極為重視短期操作，而不為公司長遠利益做打算，這是在其他行業比較少見到的。為改善這個現象，以股份為主要的浮動薪酬發放工具並設置遞延與索回機制，已經成為國際金融監理在強化薪酬治理上共同的改革重點。茲就美國、歐盟及香港三地近年來的發展說明如下。

#### (一)美 國

美國在歷經二〇〇八年金融危機後，金融機構高階經理人以高風險的短期績效領取高額現金激勵然後一走了之，引起社會的憤怒，各方不斷研究如何制衡這類現象。美國聯邦儲備委員會在二〇一六年四月十九日作成「執行多德—弗蘭克法對於激勵性質薪酬要求之聯合規範的再建議<sup>16</sup>」（Re-proposed joint rules implementing the incentive compensation requirements of the Dodd-Frank Act），建議金融機構應將資深經理人40%到60%的激勵性質薪酬遞延三到四

---

<sup>16</sup> 參閱美國聯邦儲備委員會，網站<https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20160502a1.pdf>，最後瀏覽日：2017年11月16日。

年以上發放，如某位經理人的行為對這些公司造成損害，或公司不得不重新發布財報，可以進行激勵性質薪酬的追回。隨後在二〇一六年九月美國富國銀行公司（Well Fargo & Company）爆發的未經授權開立帳戶醜聞案中，富國銀行獨立董事主導之調查行動與其董事長兼執行長達成協議，沒收其價值4,100萬美元的限制型股票，另沒收已離職人資主管價值1,900萬美元的限制型股票<sup>17</sup>。如果這些具激勵性質的薪酬早先是以現金發放，高額的所得稅也已繳付，要追回勢必極為困難。

## （二）歐 盟

歐洲議會及歐盟理事會在二〇一三年通過對信貸機構和投資公司的審慎監管指令<sup>18</sup>，其中要求受監理的上市金融機構應以股票或與股票相連結的工具（share-linked instrument）為資深經理人及風險控管人員之浮動薪酬的主要支付工具，其比例不得低於50%，浮動薪酬中至少有40%應遞延三到五年以上，且依其風險及該機構負面的財務表現安排追索機制<sup>19</sup>。歐洲銀行監理局（European Banking Authority）並於二〇一五年十二月二十一日發布的「穩健薪酬政策指引」（EBA guidelines on sound remuneration policies）<sup>20</sup>，

---

<sup>17</sup> 關於富國銀行公司獨立董事調查及處理該案之內容，可參閱該公司網站發布之新聞稿，[https://www.wellsfargo.com/about/press/2016/independent-directors-investigation\\_0927.content](https://www.wellsfargo.com/about/press/2016/independent-directors-investigation_0927.content)，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>18</sup> Directive 2013/36/EU on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC, OJ 2013, L 176/338.

<sup>19</sup> *Id.* Art. 94.

<sup>20</sup> EBA guidelines on sound remuneration policies, 21 December 2015, EBA/GL/2015/22.

要求受監管的金融機構必須在二〇一七年一月一日前符合Directive 2013/36/EU的要求。

### (三) 香 港

香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority）亦與歐洲的金融監管法令同步，在二〇一五年十二月三日制訂的「監管政策手冊CG-5穩健的薪酬制度指引」<sup>21</sup>規定，發放浮動薪酬的方式，應將僱員的獎勵與長遠價值的創造及風險覆蓋期間掛鉤，並應反映僱員在認可機構的職級、角色、責任及活動。在這方面，股票掛鉤工具可能可有效遏抑高級管理層及重要人員（指其活動可能對認可機構的整體財政表現造成重大影響的人員）在承擔風險方面的誘因。就這些人員而言，以股票或股票掛鉤工具發放50%以上浮動薪酬<sup>22</sup>，應可更有效地使獎勵與風險及長遠價值創造掛鉤。同樣的，在該份指引中，亦規範了遞延發放浮動薪酬及在一定條件下將尚未歸屬予僱員的遞延發放浮動薪酬使用收回條文。

### 四、小 結

股權作為薪酬的一部分，尤其是對於關鍵人才提供高額的股權激勵，已是公司財務管理的趨勢所在，股權激勵對許多公司而言，已經成為不可或缺的財務工具。過去雖然在發生了一些不合理的案

---

<sup>21</sup> 請參見香港金融管理局，網站<http://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking-stability/supervisory-policy-manual.shtml>，最後瀏覽日：2017年11月16日；監管政策手冊係列述香港金管局的監管政策及執行手法、預期所認可之金融機構為符合《銀行業條例》的規定而應遵守的最低標準，以及建議認可機構應致力達到的最佳經營手法的建議，並非法規命令。

<sup>22</sup> 香港金融穩定委員會《實施準則》第8項訂明，就主要的金融機構而言，50%以上的比例應屬恰當。

例，引起許多負面評論<sup>23</sup>，但在美國、歐盟等自由經濟體中，政府及監管機關並不會直覺地以禁止或總量管制來扼殺股權激勵這項重要的財務工具。反之，現在的國際趨勢是提高股權激勵在浮動薪酬的比例，讓員工和公司及股東的利益更緊密的結合在一起，並利用以限制型股票的特性（包括限制領取股利、行使投票權及處分權）及以遞延發放的方式，讓員工能更審慎地為公司效力，如有舞弊或績效不如預期時，也可以將遞延未發出的股權索回。這個趨勢值得我國的立法者及監管機關深思。

## 參、員工股權激勵的監管

### 一、員工股權激勵之利害關係人

就員工股權激勵監管的探討，可以先從利害關係人談起。一般討論公司治理的利害關係人主要包括債權人、員工及股東，茲簡要說明公司發給員工股權激勵時，各類利害關係人所受到的影響：

#### (一)債權人

債權人最重要的權利，就是其對於公司資產的請求權優先於股東；而股權激勵計畫發給員工的認股權憑證或限制型股票，反映在公司財務報表上受影響的科目是股東權益而不是公司資產，公司的

---

<sup>23</sup> 尤其在安隆案中，一般認為高額的股權激勵是導致經理人作假帳以抬高股價的元兇，參閱Coffee, *supra* note 8, at 308. 至於如何改善這個現象，學者Bebchuk等提出八項高管薪酬監理建議中，是以拉長高階經理人領取股權激勵及處分的時程，以減低經理人操縱股價求取短線獲利的情況。參閱Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Paying for Long-Term Performance*, 158 U. PA. L. REV. 1915, 1958-59 (2011).

償債能力不會因為發行員工股權激勵而有減損<sup>24</sup>；反之，如果股權激勵屬於有償的認股選擇權，員工在行使認購權時會有現金流入公司，反而會增強公司的償債能力。因此，員工股權激勵計畫並不會對於公司債權人的請求權造成負面影響。

### (二) 員工

對員工而言，無論公司是在聘用時給予股權的承諾（包括認股權憑證或限制型股票，下同），還是在聘用期間授予股權激勵，都是員工薪酬的一部分，也可以說是替代金錢的給付。對員工而言，如果公司未來發展良好，則這些股權的金錢價值將高於原來可能領取的現金酬勞；如果公司未來發展不如預期，則這些股權的金錢價值將低於原來可能領取的現金酬勞，甚至歸零。所以員工領取股權激勵，也有一定的風險。

### (三) 公司

對公司而言，本來公司對於這類人員應該要支付金錢的報酬，但在使用股權激勵工具時，公司用股權來替代金錢給付，節省了營運資金，而員工為使自己取得的股權更有價值，也會努力協助公司的營運，公司營運蒸蒸日上，反映在股價上，受領股權激勵的員工及股東均獲利益，這就是員工股權激勵所創造的員工、公司、股東三贏機制。

### (四) 股東

前述員工、公司和股東的三贏，是以員工取得公司股權為基

---

<sup>24</sup> 公司發行員工認股權憑證及限制型股票等股權激勵雖然需要認列費用，但該類費用影響的是公司會計上計算之損益，並無實際的現金支出，也不會造成公司資產實質的減損。

礎，而公司發給員工的股權，將會稀釋公司現有股東的權益；單從這個角度來看，員工股權激勵對於現有股東的權益將可能產生負面影響。

但從另外一個角度來看，「現金為王」是公司經營的鐵則之一，尤其對於發展期或轉型期的公司，現金是公司生存的命脈，但發展期或轉型的公司，又需要吸引或留用人才以應發展公司所需，如果不是用現金招募人才，勢必要有其他有效的方法才行。股權激勵讓公司不必向股東伸手要現金或支出珍貴的現金，而是以公司股票未來的價值吸引員工向公司効力，經由人才的貢獻心力，使公司的獲利提高、股票的價格上漲時，原股東所獲得的利益可能遠高於股權被稀釋的不利益，這是員工股權激勵可能對股東權益帶來的正面效益。

由於員工股權激勵會稀釋股東權益，雖然可能帶來節省現金的正面效益，但股東是否會未蒙其利，先受股權受稀釋之害？尤其在我國，大部分的公司是由家族掌控多數股權（下稱控制股東），少數股東在股東會表決權數不足以反對控制股東的提案，又無法當選董事或僅有少數董事席次，沒有辦法影響董事會對於員工股權激勵計畫的制訂工作，因此，如何：**1.**防範控制股東於股東會或董事會濫用股權激勵計畫而傷害少數股東權益；**2.**避免控制股東大量對自己（或其關係人）發放股權而進行利益輸送；及**3.**保障少數股東知情的權利，應該是監管員工股權激勵計畫最重要的考量。惟這些考量是否能夠合理化目前政府實施的員工股權激勵總量管制手段，本節以下將繼續對此進行討論。

## 二、控制股東與員工股權激勵

### (一) 控制股東與公司間的關係

從公司內部機關的產生及決策機制來看，控制股東可以在股東會利用股權優勢通過其提案、當選為公司董事、兼任為公司經理人。而掌控股東會、董事會及經理人職務，可以決定公司從內到外所有的事務及交易，幾乎可以為所欲為，整個公司的資產為其囊中之物，任其取用，薪酬及股權激勵自不在話下，除了明顯違反忠實義務的行為有訴諸法律的可能外<sup>25</sup>，少數股東幾乎對其完全束手無策，這就是學者Michael C. Jensen及William H. Meckling所提的代理人問題。果真如此，控制股東如致力於掏空公司，經營績效應該愈來愈差，為什麼還會有投資人願意當少數股東？政府需要介入其公司治理以保障少數股東的權益嗎？如果需要的話，要介入到什麼程度呢？

有趣的是，觀察經濟先進國家實際發生的結果，恰恰與前述猜測相反。從全球的趨勢來看，研究與調查顯示，家族控制公司的經營績效正逐漸超越一般公司，在歐洲的實證調查顯示，同一時期在歐洲公開市場投資家族控制公司的獲利遠高於投資非家族公司，專業投資人如美國股神巴菲特（Warren Buffett）也特別鍾情於投資家族企業<sup>26</sup>，而在參考我國所做的相關實證分析文獻，結論也多為

---

<sup>25</sup> 我國公司法第23條第1項雖有「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務」的規定，但條文過於籠統，如未能在立法上將行為態樣加以類型化，在認定上有一定的困難。參閱曾宛如，公司管理與資本市場法制專論（一），頁31，2007年10月。

<sup>26</sup> 參考經濟學人（The Economist）於2014年11月1日的報導Business in the blood—Companies controlled by founding families remain surprisingly important and look set to stay so表示，全球大型企業（年銷售額10億美元以上）係由家族股東控制的比例將自2010年16%於2025年提高到37%，家族控制企業的特徵包括



家族企業績效優於非家族企業<sup>27</sup>。對市場投資人而言，重要的基本投資指標包括股東權益報酬率、資產報酬率、每股盈餘等，沒有一項是用股權集中度來衡量的。因為無論公司是否有控制股東，只要能使投資人獲利的公司，就會獲得市場的肯定，換個角度來看，如果控制股東只圖私利、利用公司資源為自己創造福利或進行利益輸送，其結果必然會反應相關的投資指標上，市場的投資人也會在股價上有所反應，這就是在學者Easterbrook等所說的「看不見

---

從長期經營觀點進行規劃而不僅是追求短期利潤、不傾向大量舉債、有較好的勞資關係、較優越的企業文化等。該報導並引用西班牙學者Cristina Cruz Serrano及Laura Nuñez Letamendia的調查結果，如果在2001年從歐洲公開交易市場以1,000歐元投資家族企業，10年後的回收為3,533歐元；如果是同期投資相同市場的非家族企業，回收則僅為2,241歐元。網路資料來源：<http://www.economist.com/news/business/21629385-companies-controlled-founding-families-remain-surprisingly-important-and-look-set-stay>，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>27</sup> 我國關於家族企業經營績效的分析文獻已有相當數量，因每一文獻的計量分析方式均有差異，結果亦有分歧，故有研究者蒐集23篇過去研究我國家族企業績效之文獻共29個樣本，以後設分析（即將多個研究成果集合進行再分析）其效應量觀察我國家族企業與非家族企業之績效是否有顯著差異；以及哪些干擾變數會影響家族企業與非家族企業的績效。在實證分析中，以敘述統計觀察，文獻結論多為家族企業績效優於非家族企業；而以後設分析的效應量觀察，發現總體效應量與個別以資產報酬率（return of assets）、股東權益報酬率（return of equity）、托賓Q法（Tobin's Q）作為績效的效應量皆顯示家族企業的績效優於非家族企業。不過研究者也觀察到一個有趣的現象，即當文獻樣本數在700以下時，家族企業績效優於非家族企業，樣本數700以上時，結果則相反；當文獻為學術期刊時，家族企業績效遜於非家族企業，當文獻為學位論文時，結論則相反；而以家族成員持股率為家族企業定義時，家族企業績效顯著優於非家族企業。詳細分析可參見林佑軒，台灣家族企業績效之後設分析，政治大學企業管理研究所碩士論文，頁67-69，2009年1月。

的手<sup>28</sup>」。

從Easterbrook的經濟結構理論來看，經理人如果不為股東的權益著想，就可能面臨投資人不買單，公司被兼併，經理人將落得失業的下場；對於兼任經理人的控制股東而言，如果不為公司股東的利益著想，還不必等到公司被兼併，一旦市場股價開始下跌時，控制股東就將直接蒙受持股價值減損的苦果。從這個觀點來看，控制股東應該比非股東的經理人有更強的動機來維護股價，因為最大的受益人就是自己。

當然，市場並不是那麼有效率，所以幾乎沒有國家會放任控制股東的行為，完全由市場機制來加以制裁；但是在尊重市場機制的國家，政府在制度的設計上，少見以強制禁止作為監管手段，而是以關係人交易的揭露（下稱資訊揭露）與非關係人的同意（亦即關係人在相關交易的決定應予以迴避，下稱表決迴避），來將控制股東可能造成的弊害減至最低。「資訊揭露」可以讓投資人更清楚知道控制股東的行為，而「表決迴避」可以讓非利害關係人來進行決策，這比政府用單一的總量管制標準來規範所有的公司來得合理。（參見本文第肆節）

## (二) 控制股東與肥貓

控制股東自公司掠奪利益的方式有很多類型，最簡單的就是直接竊取利潤，包括以低價出售公司資產、將公司股權以低於市價賣給特定公司等。其他還包括將商業機會交給特定公司承做、安插資格不符的家族成員擔任經理人、給自己過高的薪酬等<sup>29</sup>。在如此多

---

<sup>28</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 4 (1996).

<sup>29</sup> Rafael La Porta, Forencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 4, 4 (2000).

樣化的股東自利行為中，給自己過高的薪酬只是其中的一個選項，而且它是必須公開揭露的項目<sup>30</sup>。在我國，董事兼任經理人之控制股東，其薪酬由三個部分組成：(1)董事酬勞（現金）；(2)經理人薪資及獎金（現金）；(3)經理人股權激勵；其中尤其是(2)經理人薪資及獎金只要董事會通過就可以了，政府根本沒有法令可以控管；政府不管控制股東現金激勵的自利行為，為什麼只就股權激勵這個項目，要動用到政府用法令來做總量管制呢？

時間回溯到西元二〇〇〇年七月，為因應一九九〇年代以來全球盛行的認股選擇權（stock option），我國證券交易法增訂第28條之2及第28條之3，許可公開發行公司發行員工認股權憑證，證券主管機關（當時為財政部證券暨期貨管理委員會）並於同年八月二十一日在募發準則增訂第四章發行員工認股權憑證，作為處理之具體依據。並規定發行數量的上限，分為總量限制和對單一員工發行數量限制。在總量限制方面，發行員工認股權憑證，每次發行得認購股份數額，不得超過已發行股份總數之10%，且加計前各次員工認股權憑證流通在外餘額，不得超過已發行股份總數之15%；在對單一員工發行數量限制方面，公司給予單一員工之認股權數量，不得超過每次發行員工認股權憑證總數之15%，且單一員工每次得認購金額，不得超過3千萬元<sup>31</sup>。當時所採的發行總量及單一員工發行數量之限制，似是參考香港聯合交易所（下稱香港聯交所）主板《上市規則》第十七章股份計畫的規定；但香港聯交所於二〇〇一年八月二十三日放寬該限制，將發行限額由已發行股份總數的

---

<sup>30</sup> 以我國為例，臺灣證券交易所製作的公開資訊觀測站中，除各公司個別提供的董監酬勞及董事兼任經理人領取之酬勞外，該網站並匯總各公司每年度董監酬勞及董事兼任經理人領取之酬勞，供投資人進行比較。

<sup>31</sup> 參見2000年8月21日修訂之募發準則第53條之規定。

10%提高為30%，個人認股上限由已發行股份總數的2.5%變更為可「更新」的額度，即任何十二個月內獲授及將獲授的期權予以行使時所發行及將發行的證券，不得超過上市發行人已發行的有關類別證券的1%，且前述關於個人認股上限可以在股東批准（該員工及其關係人必須放棄投票權）以及刊發公告後解除<sup>32</sup>。

前述於二〇〇〇年制訂的員工認股權憑證發行總量管制，當時並沒有引起發行公司特別的重視，因為在二〇〇八年以前，我國公司授予員工股權是以當時公司法第235條員工分紅入股的規定為主<sup>33</sup>，員工分紅入股制度在二〇〇八年變更以後，對發行公司及員工的吸引力大幅下降，公司不得不尋求其他的股權激勵替代方案。不巧的是，二〇〇八年源自美國華爾街的全球金融危機，大型金融機構的董事及經理人在公司陷入重整或破產之後仍享有高額報酬的「肥貓」議題，使防止經理人自肥成為公司治理的重要議題焦點<sup>34</sup>，但除此之外，在美國及歐洲等經濟發達國家，對董事及高階

<sup>32</sup> 參閱香港聯交所於2001年8月23日發布之新聞稿，[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2001/0108231news\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2001/0108231news_c.htm)，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>33</sup> 在自1980年起至2007年間，我國股份有限公司的員工分紅入股制度係由公司撥出盈餘中一定比例以發行新股給員工。當時的公司法第235條第2項前段規定：「章程應訂明員、工分配紅利之成數。」因為紅利來自公司盈餘，而盈餘已屬稅後項目，不必列為公司費用項目，且無論股價高低，新股是以新臺幣10元面額發行給員工，員工以面額認列收入課徵所得稅。這是全球獨特的優渥條件，所以無論是公司還是員工，沒有人會把焦點放在其他的股權激勵工具上面。但自Asian Wall Street Journal於2002年7月18日頭版報導之後，廢止此一員工分紅制度的呼聲四起，該制度終於2008年變更為列入公司費用且以市值發行新股和課徵所得稅，對公司及員工的吸引力大幅降低，各公司才開始尋求其他的股權激勵方案來應變，但成效不彰，導致人才紛紛出走，在產業界的壓力下，政府才在2015年8月「放寬」對於單一員工股權激勵的限制。

<sup>34</sup> 「肥貓」即使在以家族公司為主的歐洲，指的是領取高額報酬的董事及經理

經理人以外之一般員工股權激勵計畫，並沒有因為金融危機之後的立法而受到影響<sup>35</sup>。從另一個方面來看，美國華爾街被指責的「肥貓」們並不是被公司的控制股東養出來的，依美國紐約證券交易所的規定，上市公司的獨立董事必須為董事會的多數<sup>36</sup>，高管人員的薪酬（包括股權激勵），是由這些獨立董事組成的董事會來決定的。但是獨立董事既非大股東亦非專職人員，他們組成的董事會也會有代理人成本的問題，且難以有效監督公司經理人<sup>37</sup>。依部分學者的看法，獨立董事更容易受到公司執行長的控制，在協商經理人薪酬時，代理人成本更難以避免<sup>38</sup>。

在我國，二〇〇八年開始討論員工分紅入股以外的股權激勵時，保護股東權益及防範肥貓的思維成為主流，許多人想當然認為控制股東一定會藉此圖利自己，但國內並沒有實證研究證明控制股東普遍而明顯的以此圖利自己。相反的，有一項國外的實證研究

---

人而不是控制股東，肥貓的形成原因和控制股東也沒有關係。參閱Katja Rost & Margit Osterloh, Determinants of Directors' Pay in Switzerland: "Optimal-Contract" versus "Fat Cat" Explanation, (January 4, 2007), available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1019754](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1019754)，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>35</sup> 無論是美國於2010年7月通過的「華爾街改革與消費者保護法」（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），英國於2013年4月完成的「企業暨管理改革法」（Enterprise and Regulatory Reform Act 2013），還是瑞士於2013年3月3日舉行的「反對薪酬濫用」（contre les rémunérations abusives）公投及2013年11月24日舉行的「為公平而訂定12倍的薪資限制」（1:12 - Pour des salaires équitables）公司，都是以高階管理層（executives）的薪酬為規範對象，不涉及一般員工的激勵。

<sup>36</sup> NYSE Listed Company Manual 303A.01.

<sup>37</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS 88-89 (2012).

<sup>38</sup> *Id.* at 115.

顯示，家族控制型公司，如果是由家族成員擔任執行長，與專業經理人擔任執行長相較，家族成員擔任執行長所領取的總薪酬較由專業經理人擔任執行長所領取的數額為低<sup>39</sup>。該實證研究者認為，家族成員擔任執行長比較不必擔心失業的風險，而專業經理人在家族控制公司擔任執行長隨時可能失業，所以需要薪酬溢價（premium），但無論其原因為何，一般直覺認為家族控制公司會從薪酬上占公司便宜的想法，並沒有得到實證研究的證實。但在我國，「員工分紅」、「董監酬勞」及「肥貓」被不當連結<sup>40</sup>，有學者亦認為我國以散戶投資人為主的資本市場以及家族企業色彩濃厚和董監功能不彰的公司結構特性下，常導致有控制股東和主要董監事與經營階層三位一體的情形，而產生控制股東壓迫或犧牲小股東利益的治理問題<sup>41</sup>；前開輿論方向及學者見解或許不無道理，但是如果將股權激勵這個項目獨立出來研究，會發現領取股權激勵對控制股東而言並非最佳方案，本文以下將進一步分析這個論點。

### （三）控制股東領取員工股權激勵與現金激勵之試算比較

股權激勵與現金激勵都是浮動薪酬（依績效決定）的一部分，相較於現金激勵，股權激勵對控制股東的吸引力如何？前面已經提過，股權激勵只是控制股東自利行為諸多選項之一，在此進一步從

---

<sup>39</sup> Luis R. Gomez-Mejia, Martin Larraza-Kintana & Marianna Makri, *The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations*, 46(2) *ACA. OF MANAGEMENT J.* 226, 234 (2003).

<sup>40</sup> 將「員工分紅」、「董監酬勞」及「肥貓」等關鍵詞一起輸入網路搜尋工具，即可找到數千筆將這些關鍵字連結在一起的報導與評論，先入為主的觀念導致這個議題難以被合理深入的討論，只剩下看著人才流失的企業乾著急。

<sup>41</sup> 方元沂，論我國經理人薪酬制度，載：法學的實踐與創新（上），頁528-529，2013年9月。

財務的角度來探討控制股東兼任經理人時，領取員工股權激勵的獲利試算，與其領取現金激勵之獲利試算來做比較，可以提供另一個思考的方向。

#### 1. 領取員工股權激勵之試算

當一家公司發出員工股權激勵時，經過適當的揭露程序，市場必然會有所反應。如果公司能夠強力說服市場該股權激勵的必要性（例如以特優待遇挖角同業的經營團隊）而得到市場的認同，則公司的總市值（股數乘以股價）應該至少能夠維持在資訊揭露前之水準（但此時因為發行股數增加，股價會下跌），如果市場不能認同，則公司總市值將會下跌以反映市場失望的程度，失望愈大，下跌的幅度就會愈大，只要有充分的揭露，很難想像公司將大量股權激勵發給控制股東兼任的經理人時，公司市值還會上升的狀況。

如果控制股東以員工股權激勵來圖利自己是一項重要的公司治理考量時，不妨以實際的試算來檢驗控制股東領取高額的員工股權激勵可能獲取的利益及其風險。先以控制股東增發已發行股份總數20%的限制型股票給自己為例，市場很難對這類行為給予掌聲而讓公司市值上漲；如果市值不變或市值下跌（表示市場對公司的行為失望），提出試算之假設如下：

- (1) 第1項：公司原發行股份總數為100股、股價為每股10元、總市值為1,000元。
- (2) 第2項：控制股東原持股比例為51%（擁有完全的控制權）、市值為510元。
- (3) 第3項：控制股東使公司增發20股（即20%）給自己，總持股數成為71股。
- (4) 第4項：控制股東之個人綜合所得累進稅率為45%，健保補充保費費率為1.9%。

(5)第5項：公司在限制型股票發行前股價為每股10元，宣布後發生五種狀況：

- (A)總市值維持不變，但因發行總股數增加，股價下跌為每股8.3元；
- (B)總市值下跌5%，則股價下跌為每股7.9元；
- (C)總市值下跌10%，則股價下跌為每股7.5元；
- (D)總市值下跌15%，則股價下跌為每股7.1元；
- (E)總市值下跌20%，則股價下跌為每股6.7元。

在前述五種股價變動的假設下，控制股東以無償取得的限制型股票應依市值繳納個人綜合所得稅45%及健保險補充保費1.9%，得到控制股東的損益如下：

在(A)假設：股價跌為每股8.3元時，控制股東持股71股，市值為589.3元。繳納所得稅及健保費77.9元（政府收取）後，再扣除其原有市值510元，其所得利益為1.4元，與控制股東原持股市值相比，獲利0.275%；政府收取77.9元，與控制股東原持股市值相較，比例為15.275%。

在(B)假設：股價跌為每股7.9元時，控制股東持股71股，市值為560.9元。繳納所得稅及健保費74.1元（政府收取）後，再扣除其原有市值510元，其所得利益為-23.2元，即損失4.549%；政府收取74.1元，與控制股東原持股市值相較，比例為14.529%。

在(C)假設：股價跌為每股7.5元時，控制股東持股71股，市值為532.5元。繳納所得稅及健保費70.4元（政府收取）後，再扣除其原有市值510元，其所得利益為-47.9元，即損失9.392%；政府收取70.4元，與控制股東原持股市值相較，比例為13.804%。

在(D)假設：股價跌為每股7.1元時，控制股東持股71股，市值為504.1元。繳納所得稅及健保費66.6元（政府收取）後，再扣除其原有市值510元，其所得利益為-72.5元，即損失14.216%；政府收



取66.6元，與控制股東原持股市值相較，比例為13.059%。

在(E)假設：股價跌為每股6.7元時，控制股東持股71股，市值為475.7元。繳納所得稅及健保費62.9元（政府收取）後，再扣除其原有市值510元，其損失為-97.2元，即損失19.059%；政府收取62.9元，與控制股東原持股市值相較，比例為13.059%。

將上述控制股東領取20%限制型股票之所得利益做成比較表如下：

假設	資訊揭露後市值變動	控制股東損益* <sup>1</sup>	政府收取比例* <sup>2</sup>
A	市值不變	+ 0.275%	+ 15.275%
B	市值減少5%	- 4.549%	+ 14.529%
C	市值減少10%	- 9.392%	+ 13.804%
D	市值減少15%	- 14.216%	+ 13.059%
E	市值減少20%	- 19.059%	+ 12.333%

\*1控制股東損益是（股東持股市值變動÷股東原持股市值）計算之。

\*2政府收取之比例是以〔（稅+健保）÷股東原持股市值〕計算之。

從上述試算的結果，可以看出來，不合理的股權激勵，最大的贏家其實是政府，而不是控制股東。這也就可以瞭解在稅制完整（逃漏稅不易）且不設定股權激勵限制的國家或地區，例如美國或英國，也很少聽說公司的控制股東以發高額股權激勵給自己的方式來自肥，因為其結果很可能是未受其利先受其害。除非這項資訊不必揭露，否則一旦揭露之後，很難想像這種行為會得到市場的認同，市場不認同公司行為時，最可能的動作就是少數股東出售該公司股票導致股價下跌。公司在這類的負面消息下，市值要維持不變可能都已經很不容易了；而即使市值不變，控制股東的獲益也僅有0.275%，如果市值下挫，控制股東的損失更難以計算，這將形成少數股東及控制股東雙輸的局面，最大的贏家，只有收稅的政府。

## 2. 領取現金激勵之試算

在領取現金激勵之試算中，前述五項假設除了發行股權激勵改為現金激勵（包括董監酬勞及／或兼任經理人薪資及現金激勵）外，原第1項、第2項假設不變，原第3項刪除，原第4項改為第3項，新設第4項假設係將控制股東領取股權激勵改為現金，即

- (1) 第1項：公司原發行股份總數為100股、股價為每股10元、總市值為1,000元。
- (2) 第2項：控制股東原持股比例為51%（擁有完全的控制權）、市值為510元。
- (3) 第3項：控制股東之個人綜合所得累進稅率為45%，健保補充保費費率為1.9%。
- (4) 第4項：控制股東領取其總市值的0.1%（1元）、0.2%（2元）、0.3%（3元）、0.4%（4元）及0.5%（5元）的現金激勵，對公司股價（即市值不造成影響）：
  - (F) 1元現金激勵，扣除所得稅及補充保費後，實得0.53元，與持股市值510元比較，獲利率為0.104%；政府收取0.47元，與控制股東持股市值相較，比例為0.092%。
  - (G) 2元現金激勵，扣除所得稅及補充保費後，實得1.06元，與持股市值510元比較，獲利率為0.208%；政府收取0.94元，與控制股東持股市值相較，比例為0.184%。
  - (H) 3元現金激勵，扣除所得稅及補充保費後，實得1.59元，與持股市值510元比較，獲利率為0.312%；政府收取1.41元，與控制股東持股市值相較，比例為0.276%。
  - (I) 4元現金激勵，扣除所得稅及補充保費後，實得2.12元，與持股市值510元比較，獲利率為0.416%；政府收取1.88元，與控制股東持股市值相較，比例為0.369%。

(J) 5元現金激勵，扣除所得稅及補充保費後，實得2.65元，與持股市值510元比較，獲利率為0.520%；政府收取2.35元，與控制股東持股市值相較，比例為0.461%。

假 設	資訊揭露後市值變動	控制股東損益	政府收取比例
F	市值不變	+ 0.104%	+ 0.092%
G	市值不變	+ 0.208%	+ 0.184%
H	市值不變	+ 0.312%	+ 0.276%
I	市值不變	+ 0.416%	+ 0.369%
J	市值不變	+ 0.520%	+ 0.461%

### 3. 控制股東領取股權激勵及現金激勵之比較

比較上述試算結果，可以發現控制股東如果領取高達已發行股份總數20%的股權激勵時，在公司市值不變的假設下，獲利率只有0.275%；而控制股東只要領取相當於市值0.3%的現金激勵（董事+經理人現金酬勞），獲利率即達0.312%，比領取已發行股份總數20%的股權激勵還多出13.5%。從政府收入來看，在相同的假設下，發行20%股權激勵給控制股東，政府收取比例高達15.275%；而發行0.3%的現金激勵給控制股東時，政府收取比例僅有0.092%。

從這個試算結果可以看出來，控制股東以發行股權激勵的方式圖利自己，獲利比例遠不如直接發現金給自己；更重要的是，發行股權激勵最大的贏家，其實是收取所得稅及健保費的政府。這樣的試算結果，也說明為什麼美國立法機構在討論員工激勵時，相關的立法著重在是否可取得所得稅優惠，而不在於將員工激勵設定數量限制。政府鼓勵的行為如員工持股計畫（employee stock ownership

plan)，則給予所得稅優惠<sup>42</sup>；而政府不鼓勵的行為，為尊重自由經濟，政府基本上不會明文禁止，但是用租稅手段加重該類行為的成本，等於變相給予懲罰<sup>43</sup>。前述試算或許也可以解釋為何在美國、歐盟及香港的規範趨勢是提高股權激勵在浮動薪酬的比重，因為領取股權激勵者無論是否為控制股東，最大的贏家都是政府。

### 三、目的事業主管機關與股權激勵

在自由經濟體制的國家或地區，除了涉及國家安全及經濟秩序等議題之外，很少看到金融主管機關以外的「目的事業主管機關」來介入有價證券發行的案例<sup>44</sup>。吾人難以想像美國電話電報公司（AT&T）要發給執行長股權激勵時還要得到聯邦通信委員會專案核准，或是輝瑞藥廠（Pfizer）要經過美國衛生和公眾服務部（United States Department of Health and Human Services）專案核准才能招攬所需的新藥開發人才。

而所謂「目的事業主管機關」，無論是在行政程序法、民法、公司法及證券交易法之相關法律均無明確定義，司法院曾以院字第

---

<sup>42</sup> 例如美國1974年僱員退休收入保障法（Employee Retirement Income Security Act），給予員工所得稅優惠，鼓勵員工長期持有公司股票。

<sup>43</sup> 例如1984年為因應購併案件中某些董事或經理人享受鉅額離職金（俗稱「黃金降落傘」）的情況，美國參院通過虧損縮減法（Deficit Reduction Act），該法禁止公司在某些條件下將過度發給員工的激勵提列為費用，以間接遏止公司發給鉅額激勵。

<sup>44</sup> 各方提出的監理建議，多是修改治理原則及股權激勵領取條件，幾乎看不到監管理機構直接介入公司治理過程的，更不用說「目的事業主管機關」這類有價證券監理機構以外的政府部門直接介入公司治理；例如學者Bebchuk等提出的八項高管薪酬監理建議中，是以拉長高階經理人領取股權激勵及處分的時程，以減低經理人操縱股價求取短線獲利的情況，並無任何監理機構的介入，更不要說是其他政府機構的介入。參閱同註23。

443號解釋謂：「許可法人設立之主管官署。即管理法人目的之事業之官署。應依法人之目的事業而認定之。」目的事業主管機關之權責範圍包括：(1)設立許可權；(2)業務監督權；(3)撤銷許可權；(4)命令解散權；(5)其他監督權<sup>45</sup>。也就是說，目的事業主管機關的權責範圍是在該法人（即發行公司）所營事業領域為業務監督的公權力；而單一員工股權激勵上限的管制目的在於保護少數股東，屬於公司治理的範疇。而金管會「放寬」員工股權激勵的方式，是由負責業務監督的目的事業主管機關，來核准公司與員工間契約關係的公司內部治理事項，顯已逾越其監督權。茲就此一「放寬」措施可能產生的問題分項說明如下：

#### (一)沒有明確的審查標準

上市公司所處產業五花八門，目的事業主管機關各有不同，還有的公司業務是橫跨不同部會而有一個以上的主管機關。依本研究初步調查發現，目前雖有經濟部工業局<sup>46</sup>、金管會保險局<sup>47</sup>、金管會證期局<sup>48</sup>等已於網站中提供申請書，但這些機關都沒有提出審查的標準。各機關所提供申請書的內容大同小異，從申請所附文件要

---

<sup>45</sup> 羅傳賢，立法程序與技術，頁247，2012年7月，6版。

<sup>46</sup> 經濟部工業局於其網站中設置製造業及其相關技術服務業公司申請適用發行人募集與發行有價證券處理準則第60條之9但書專案核准，申請書表下載網址為<https://www.moeaidb.gov.tw/external/ctrl?PRO=application.ApplicationView&id=1413>，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>47</sup> 保險業申請適用發行人募集與發行有價證券處理準則第60條之9但書專案核准申請書下載網址為<http://law.fsc.gov.tw/law/inc/GetFile.ashx?FileId=14516>，最後瀏覽日：2017年11月16日。

<sup>48</sup> 證券業申請適用發行人募集與發行有價證券處理準則第60條之9但書專案核准申請書下載網址為<http://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/專案核准申請書-20151022.doc&flag=doc>，最後瀏覽日：2017年11月16日。

求來看，各機關均要求申請公司必須提供「申請專案核准與留（攬）才目的具有關聯性、合理性及必要性之說明文件」。由於「關聯性」、「合理性」及「必要性」都是不確定的法律概念，在不提供審查標準的情況下，這類「說明文件」的撰擬形同作文比賽，違反法律明確性原則<sup>49</sup>。

### (二) 審查者難以判斷申請內容之合理性

當公司要給予單一員工高額股權激勵時，考量的重點並非只限於該公司所處產業的人才競爭狀況，以及該員工個人能力，另外還包括個別公司之業務、財務、技術、業界地位、競爭者動態，甚至上、下游關係，而且有許多納入考量的資訊屬於公司的營業秘密，並不適合全部寫入申請文件中。由於此決策涉及的公司內、外部事務可能既廣泛又深入，也必須建立在許多財務、業務及技術等不同面向的假設之上，這類商業決定（business judgment）是否具備合理性，目的事業主管機關的承辦人委實難以審查<sup>50</sup>。

### (三) 目的事業主管機關可能淪為背書工具

各機關已發布的申請書表中，並沒有要求公司揭露股權激勵發行對象及其關係人的持股狀況。如果對單一員工發行股權激勵進行總量管制的目的在於保護少數股東，目的事業主管機關在審查時根本不知道該員工是否為控制股東成員或其關係人。又依我國目前的

<sup>49</sup> 行政程序法第5條規定：「行政行為之內容應明確」。

<sup>50</sup> 向經濟部工業局網站所揭示之負責承辦人員洽詢申請及核准事宜時，該員表示其僅為對外之窗口，申請案完成收件後，將依申請公司之產業別轉給內部不同產業專長之科別（如金屬科、機械科、資訊科……）進行審理，之後再交由長官決定。在此不合理的制度下，要求目的事業主管機關規劃出合理的流程是不可能的，沒有公告的審查標準，由技術官僚全權決定審查結果，這個流程就是標準的「黑箱作業」。

公開發行公司公告或申報制度，發給員工股權激勵無須事前揭露<sup>51</sup>，事後也只需將董事及經理人的激勵刊登於公司年報<sup>52</sup>。等到少數股東看到年報，發現控制股東得到高額的股權激勵，向公司提出質疑時，公司可能以該案已依法申請並經目的事業主管機關核准為由，把股東的質疑擋回去，則目的事業主管機關很可能在不知情的狀況下，淪為控制股東的背書工具。

如果目的事業主管機關要求公司在申請時揭露該單一員工及其關係人在公司的持股狀況，是否即可避免上述問題？如此的規範反而可能衍生出另外一個問題，即目的事業主管機關為避免少數股東抗議，只要該單一員工具有控制股東成員或其關係人的身分，即傾向不予核准，反之則予以核准，結果該員工的身分反而可能成為核准與否的關鍵。果真如此，直接用身分來認定即可，何須勞師動眾，創設出一個「目的事業主管機關核准」的機制。

#### (四)股東難以尋求司法救濟

目的事業主管機關的核准，屬於行政程序法所定義的行政處分<sup>53</sup>。由於目的事業主管機關的審查沒有一定的標準已如上述，任

---

51 金管會制訂之「公開發行公司應公告或向本會申報事項一覽表」中並沒有單一員工股權激勵應於事前揭露之要求；實務上在召開股東會時，會將發行員工股權激勵列為議案於股東會通知中發給股東，但該類議案內容均為通案，不會列出發給特定員工之激勵數量。

52 金管會制訂之「公開發行公司年報應行記載事項準則」第10條第3款第2目規定，公司可選擇採取彙總配合級距揭露姓名方式，或個別揭露姓名及酬金方式，於年報登載最近年度支付董事、監察人、總經理及副總經理之酬金。

53 行政程序法第92條規定，本法所稱行政處分，係指行政機關就公法上具體事件所為之決定或其他公權力措施而對外直接發生法律效果之單方行政行為。當目的事業主管機關核准公司的申請，將直接使該公司取得對單一員工發行高額股權激勵的權利。

何股東對於核准的處分，除主張該行政處分為不當，很難主張其為違法之行政處分。而不當之行政處分，僅得以訴願的方式聲請救濟，不能提出行政訴訟<sup>54</sup>。換言之，對於目的事業主管機關的核准，即使少數股東認為其權利受到侵害，也難以尋求司法救濟。

出現以上問題的根本原因，在於員工股權激勵是公司治理的問題，而目的事業主管機關絕非公司治理機關，以目的事業主管機關來專案核准公司治理的案件，根本是牛頭不對馬嘴。這就好像身體不舒服的人找工程師開藥一樣，工程師雖然也是專業人士，各有其土木、機電、化工、資訊等領域的專長，但是一定要工程師來開藥，必然問題百出。要建立合理的規範基礎，還是應該回到公司治理的方式來尋求解決的方案。

#### 四、小 結

公司發給員工股權激勵還能讓員工與股東的利益一致化，對公司（尤其是新創公司）可以發揮很大的財務效益，而歐洲、美國的監理機構甚至藉由限制型股票的特性，發展出對公司高階管理人員浮動獎酬的遞延發給及追索機制，進而要求公司對特定人員的浮動薪酬應有較高比例的股權激勵，且此一監理思維在亞洲已經被香港的金融監管機構加以採用。雖然股權激勵可能造成股權稀釋而損害少數股東的權益，是政府正當化其監管員工股權激勵行為的理由，但是合理的監管手段，才能讓股東及員工雙贏，過度強調稀釋股權的負面影響結果，就是因噎廢食，造成公司經營的困境，及公司向境外遷移註冊地，對整體經濟發展將有相當負面的影響<sup>55</sup>。

---

<sup>54</sup> 行政訴訟法第4條規定，違法之行政處分始得提起行政訴訟請求撤銷。不當的行政處分，並非得提起行政訴訟之標的。

<sup>55</sup> 除非企業擬在一國從事特定經濟活動，而依法活動主體需為該國國籍公司，



全球公司經理人薪酬的發展趨勢，是將股權激勵在薪酬所占比例拉高，臺灣的監管機構應予以正視。如果僅從保護少數股東股權不被過度稀釋的角度思考，用最直接的總量管制方式扼殺了股權激勵在公司人力資源及財務管理上更大發揮的可能性，實為政府不當的管制。而在這項管制造成產業界攬才、留才的困難後，政府所採取的「放寬」措施更是以舉世罕見的「目的事業主管機關核准」之單一員工可以不受股權激勵的總量限制，以行政處分來替代公司治理，不但不合法理，也難收公司治理之效，絕非監管股權激勵的正途。

## 肆、股權激勵的公司治理規範

### 一、股權激勵與公司治理

公司治理並沒有統一的定義或範圍，學者們對於公司治理的定義各有不同看法，各國公司治理相關的規範也不盡相同。有謂：「公司治理，抽象而言，不僅是公司與股東之關係，而應將其他利害關係人之利益納入考量，以達成增加股東長期利益之目標<sup>56</sup>。」亦有謂：「公司治理之基本概念，無非在公司各組成機關中，無論是內部機關還是外部機關，求取一個平衡，使公司資訊透明、

---

或擬於該國上市上櫃從而必須適用該國公司法令，否則企業主永遠可選擇在「高度彈性」之地設立公司，例如開曼群島，章程皆可悉數「量身定製」，再以子公司或分公司名義於他國經營業務，則該國絕大部分之強行公司法規將形同具文。其次，全球化浪潮下，各國競逐資本，資本主對企業組織的營運彈性要求也愈來愈高。參閱方嘉麟、朱德芳，公司章程自治之界限——以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143期，頁250-251，2015年12月。

<sup>56</sup> 劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究，月旦法學雜誌，94期，頁133，2003年3月。

監督機制得以有效運行，並保障股東及債權人等利害關係人之權益<sup>57</sup>」。以下將從「利害關係人」、「求取平衡」、「監督機制」等概念，探討規範員工股權激勵計畫的方向。經理人的股權激勵屬於薪酬組成的一部分<sup>58</sup>，金管會對股權激勵不當的總量監管，既然已經造成發行公司的困境，而薪酬的決定本來就是公司治理的重要議題之一；因此，解決公司困境的方法不應該是金管會透過行政命令而將難題疊加於目的事業主管機關的行政處分上，而是向公司治理尋求解決方法。

一九三〇年代Berle和Means對於公司組織的研究認為，公司股權的分散，出現了所有權與控制權分離的現象，控制權由公司所有者移轉到管理階層的手中，而控制權的運行可以將所有者的利益最小化，而且可以理解的是，控制權的運行可以完全不考量所有者利益<sup>59</sup>。Berle等人開創了對於公司治理的研究，其論點在過去數十年來隨著法律和經濟的進化不斷地被後來的研究者修正，但他們所指出所有權與控制權分離，以及管理階層利益與股東利益不一致所導致的代理人問題，則是公司治理問題的核心。為了解決代理人問題，股東一方面要提供適當的激勵（incentive）來限縮管理階層與股東間利益的分歧；另一方面要建構監控機制以限制管理階層偏離正軌的行為，股東為之付出的成本就是代理成本<sup>60</sup>。公司將股權激

<sup>57</sup> 曾宛如，公司管理與資本市場法制專論（二），頁160，2008年1月。

<sup>58</sup> 歐、美、香港、甚至中國大陸，都許可公司對董事授予股權激勵，只有臺灣不准許以股權激勵來吸引外部人才加入董事會為公司效力，因此，本文所討論之範圍僅限於有員工身分的經理人，而不是將董事及經理人併同討論。

<sup>59</sup> ADOLF BERLE & GARDINER MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 69 (1932).

<sup>60</sup> Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976).

勵授予管理階層，可以讓管理階層與股東間的利益趨於一致，故成為經濟發達國家普遍採用且日益加重其於管理階層薪酬之比重，已如前述；而近年來受到國際間重視並引進國內的薪資報酬委員會（下稱薪酬委員會），則是公司對管理階層在薪酬授予行為上採行的監控機制，本文以下將對此做進一步的討論。

## 二、薪酬委員會之機制

### （一）薪酬委員會之引進

二〇〇一年美國安隆案發生後，大家發現高階經理人報酬結構中股權激勵過高的不合理性，導致經理人只追求短期股價的表現而忽略真正提升股東價值的長遠投資。安隆案後，美國在公司治理的改革並不是頭痛醫頭、腳痛醫腳地將股權激勵設定上限，而是著重在董事會的組成，強化薪酬委員會的獨立性。例如紐約證券交易所即修改上市公司手冊，要求上市公司必須設置由至少三名以上獨立董事組成的薪酬委員會，負責制訂薪酬制度<sup>61</sup>。我國亦在二〇〇二年由臺灣證券交易所股份有限公司訂定之「上市上櫃公司治理實務守則」第27條，即已建議發行公司於董事會下設置各類功能委員會，其中包括「報酬」委員會<sup>62</sup>，該「實務守則」雖無強制性，但其後亦有台積電、揚智及多家金融控股公司設立報酬委員會導入該項機制。立法院於二〇一〇年十一月修訂證券交易法時，規定股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪資報

<sup>61</sup> 林郁馨，公開發行公司經營者薪酬決定機制之實證分析，中研院法學期刊，14期，頁250-251，2014年3月。

<sup>62</sup> 關於功能性委員會分工的討論，可參閱王志誠，董事會功能性分工之法制課題，政大法學評論，92期，頁301-387，2006年8月，以及林仁光，董事會功能性分工之法制課題——經營權功能之強化與監控機制之設計，國立臺灣大學法學論叢，35卷1期，頁157-266，2006年1月。

酬委員會<sup>63</sup>，訂定並定期檢討董事、監察人及經理人績效評估與薪資報酬之政策、制度、標準與結構，以及定期評估並訂定董事、監察人及經理人之薪資報酬<sup>64</sup>。換言之，我國上市上櫃公司授予員工之股權激勵，已引入薪資報酬委員會之機制，而非由董事會專斷。

### (二) 薪酬委員會之組成及權限

我國薪酬委員會為董事會下所設之功能委員會，其對於經理人之薪酬並無直接之決定權，而僅有向董事會提出薪酬之建議權，事實上依公司法第29條第1項之規定，公司經理人報酬之最終決定權係屬董事會之權限，經董事會決議後決定之<sup>65</sup>，此與美國由薪酬委員會議決之規定不同。除了上述經理人薪酬決議之權限外，薪酬委員會是否能發揮預期的功能，委員的獨立性是非常重要的因素<sup>66</sup>。而關於委員獨立性及專業性的規定，美國證券管理委員會於二〇一二年六月二十日通過了Rule 10C-1，就薪酬委員會「獨立性」與「專業性」做出新的規定，值得我國證券主管機關參考<sup>67</sup>。

### (三) 薪酬委員會決策之資訊公開

我國現行法令下，薪酬委員會行使職權之狀況並無公開揭露之

---

<sup>63</sup> 參見證券交易法第14條之6。

<sup>64</sup> 參見股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第7條。

<sup>65</sup> 林國全，從強制設置薪酬委員會談起，月旦法學雜誌，202期，頁33，2012年3月。

<sup>66</sup> 關於薪酬委員會成員獨立性之研究，可參閱林郁馨，同註61，頁279-281。

<sup>67</sup> 2012年通過之Rule 10C-1，在獨立性方面首先要求薪酬委員會成員必須為獨立董事，其獨立性應考量「費用因素」及「關聯因素」；專業性方面則係薪酬委員會聘請薪酬顧問、獨立法律顧問或其他諮詢顧問之規定，參閱張心悌，薪資報酬委員會獨立性與專業性之再思考，月旦法學雜誌，233期，頁115-129，2014年10月。

義務，其應公告申報的情形僅限於：1. 董事會通過之薪資報酬優於薪資報酬委員會之建議時，應就差異情形及原因於董事會議事錄載明；及2. 薪資報酬委員會之成員，對於議決事項有反對或保留意見且有紀錄或書面聲明者<sup>68</sup>。依學者之調查，除極少數符合前開條件而被揭露者外<sup>69</sup>，薪酬委員會職權的行使內容，一般股東及投資大眾完全無從得知，此絕非薪酬委員會合理的運作方式。建議我國應參考美國證券法規，要求設有薪酬委員會之公司提出薪酬討論及分析報告（Compensation Discussion and Analysis, CD&A），就公司之薪酬政策與程序為敘述性說明<sup>70</sup>。在CD&A中，應至少包括下列內容：1. 說明公司的經理人薪酬政策；2. 將薪酬前五位經理人其個別薪酬組成的項目及內容做出詳盡的分類；3. 提出支付薪酬的合理說明；及4. 由薪酬委員會成員簽名。前開揭露有兩個重要的理由，一是對股東負責任（accountability）；二是可以促進公眾對於經理人薪酬的意見回饋<sup>71</sup>。

由薪酬委員會主導股權激勵的授予並將其決策公開是一項非常重要的公司治理程序，以我國現行制度而言，依募發準則第56條之1及第60條之2規定，公司如擬發行低於市價或淨值之認股權憑證或限制型股票，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之，但是股東會只看到發

<sup>68</sup> 參見股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第7條。

<sup>69</sup> 搜尋2010年至2013年10月公開資訊觀測站之相關資訊，僅查得四件公司董事會決議不採納或修正薪酬委員會決議之公告。參閱張心悌，同註67，頁129-130。

<sup>70</sup> See 17 CFR 229.402 (b).

<sup>71</sup> Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis"*, 30(4) J. OF CORP. L. 675, 695 (2005).

行辦法，並沒有薪酬委員會對於該次股權激勵發行的說明。建議主管機關應該強化薪酬委員會的功能，在募發準則前開條文中，規定薪酬委員會應對於該次股權激勵發行之內容、對象及授予股權激勵數量的計算方式向董事會提出報告，並由公司並應將薪酬委員會之報告於召集股東會前公開揭露。至於以市價或淨值發行員工認股權憑證時，雖由董事會就章程保留之認股權憑證額度為發行，但仍應由薪酬委員會將該次發行之內容、對象及授予股權激勵數量的計算方式向董事會提出報告，並於董事會通過該次發行後，併同董事會決議公開揭露。

#### (四)薪酬委員會之展望

對於薪酬委員會是否能做到制度設計所預期功能，雖然學者專家們多持保留的態度，但亦多有期許。相較於先前經理人報酬完全由董事會決定之情形，薪酬委員會實具有較高之客觀性與公平性<sup>72</sup>，強制設置薪酬委員會之政策乃正視董事會在薪酬決定上扮演之角色的第一步，此可能有助於讓我國董監事薪酬決定機關從「名實不符」朝向「名實相符」之方向發展<sup>73</sup>。亦有學者認為，我國於二〇一〇年修正證券交易法強制上市櫃公司設置薪酬委員會，朝向英美以單一董事會為治理架構的方向前進，此修法方向符合經濟分析與目前實務上以董事會為中心之現況，而設置具獨立性之薪酬委員會，能避免利益衝突之問題，殊值贊同<sup>74</sup>；更重要的是，薪酬委員會在實務運作時，不應強調其「反肥貓」之目的，而應正視其為

<sup>72</sup> 張心悌，公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究，臺北大學法學論叢，58期，頁37，2006年6月。

<sup>73</sup> 蔡昌憲，評我國強制設置薪酬委員會之立法政策——從經濟分析及美國金融改革法談起，中研院法學期刊，11期，頁327，2012年9月。

<sup>74</sup> 參閱林郁馨，同註61，頁250-291。

公司治理之一環，著重其可藉由薪酬委員會之獨立客觀審議，增加決策者諮詢管道，建立連結經營績效之合理薪酬制度之功能，以期達成提升整體市場治理水平之最終目標<sup>75</sup>。此外，薪酬委員會制度在國外已行之有年，許多國際組織以及專業機構已從網路向公眾提供相關之公司治理守則及手冊<sup>76</sup>，此亦可作為立法者及主管機關未來修訂相關法令之參考。

### 三、股東會之參與

#### (一)利益迴避原則

薪酬委員會在全球已行之有年，但目前並無任何國家的薪酬委員會制度被認定為經理人薪酬議題的完整解決方案。如果認為薪酬委員會仍難以切斷與董事和管理階層間的關係，不妨回歸到公司支付薪酬的本質，來思考如何處理經理人薪酬的問題。

從契約的角度來看，公司經理人向公司提供勞務，由公司向其支付薪酬作為對價，也是屬於一種勞務交易。學者Bainbridge認為，公司與其高階經理人間的薪酬契約，與任何其他利益衝突交易並無不同<sup>77</sup>；公司與經理人間的薪酬契約，其實是有自己交易的性

---

<sup>75</sup> 林國全，同註65，頁37。

<sup>76</sup> 例如OECD (2011), Board Practices: Incentives and Governing Risks, Corporate Governance, OECD Publishing (<http://dx.doi.org/10.1787/9789264113534-en>, 最後瀏覽日：2017年11月16日)，律師事務所Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom提供之2017 Compensation Committee Handbook (<https://www.skadden.com/insights/publications/2017/02/2017-compensation-committee-handbook>, 最後瀏覽日：2017年11月16日)，以及會計師事務所Deloitte Touche Tohmatsu提供由Wachtell, Lipton, Rosen & Katz所撰寫之Compensation Committee Guide ([https://www2.deloitte.com/za/en/pages/governance-risk-and-compliance/articles/compensation\\_committee\\_guide.html](https://www2.deloitte.com/za/en/pages/governance-risk-and-compliance/articles/compensation_committee_guide.html), 最後瀏覽日：2017年11月16日)。

<sup>77</sup> BAINBRIDGE, *supra* note 37, at 120.

質，而對於公司內部人的自己交易（*self-dealing*），如果無法仰賴市場機制來控制，法律的控制就有必要。如果所有或絕大多數的自己交易都對公司有害，全面的禁止當然是最簡便的方式，但公司支付經理人薪酬係用以換取公司所需之勞務，顯然不屬於此類交易。而如果自己交易不盡然對公司有害，甚或對公司有利，建立能夠篩選好（有效率）的交易的規範就很重要。篩選有效率的自己交易可以透過事前核可或事後審查來進行。事前核可主要是將與公司董事、經理人或有控制權股東有利害關係的交易，交由無利益衝突的公司成員，例如由董事會或股東會無利益衝突的董事或股東作決議，避免意思已經受到干擾的內部人參與公司意思的作成，也就是「利益迴避法則」<sup>78</sup>。

經理人與董事間的關係錯綜複雜，利益迴避法則如何應用於決定經理人的股權激勵？尤其對於個別經理人的股權激勵，如果交由股東來決定，雖然可以達到全體董事實質利益迴避的目的，但會有相當負面的影響<sup>79</sup>。以歐、美各國立法行為的發展來看，自二〇〇二年開始，英國、澳洲、歐盟及美國，已將薪酬決定權由董事會中心主義向股東會中心主義靠攏<sup>80</sup>，但股東會未來在這些國家的薪酬

---

<sup>78</sup> 參閱游啓璋，公司內部人自己交易的控制，政大法學評論，118期，頁275-276，2010年12月。

<sup>79</sup> 如果公司擬以股權激勵為條件招募搶手人才，如需經過股東會決議才能生效，則在聘用條件被公開的情況下，被招募者可能會擔心萬一股東會並未通過其聘用條件，可能會對自己造成非常負面的影響；至於為留用已在公司服務的經理人，而由董事會向股東會提出之股權激勵案，如果未通過，該經理人可能會掛冠求去，反而讓公司失去重要的人才。前述討論可參閱Gordon, *supra* note 71, at 699.

<sup>80</sup> 雖然董事及經理人薪酬之決定有向股東會中心主義靠攏的趨勢，但尚未有要求個別經理人的薪酬必須由股東會決議的立法例，關於此一趨勢可參閱林郁馨，同註61，頁251-252。



決定機制上是否會扮演更積極的角色，值得繼續觀察。以下將就我國目前股權激勵授予之法規，探討股東會可能扮演的角色。

### (二)公開發行公司股東會參與股權激勵之規範

我國近年來公司法的立法趨勢，是由法定資本制轉向授權資本制，代表著股份發行之決策機關，由股東會轉向董事會<sup>81</sup>，但公開發行公司發行股權激勵，必須依照主管機關制訂之募發準則為之。而依募發準則第56條之1及第60條之2規定，公司如擬發行低於市價或淨值之認股權憑證或限制型股票，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之；又依證券交易法第28條之3規定，發行認股權憑證所需之可認購股份數額，應先於公司章程中載明，而章程之修改，亦需經股東會決議。亦即在我國現行規範下，股東會已有員工股權激勵的議決權；尤其在員工最重視的低於市價或淨值之認股權憑證或限制型股票，依募發準則的規定，公司應向股東會提出發行辦法以取得股東同意。因此，在現行的規範中加上資訊揭露及利害關係人迴避的條款（參見後述），使非利害關係股東來議決經理人股權激勵，應屬可行。

### (三)股東會之參與方式

個別經理人股權激勵由股東會逐案表決可能造成的困擾已如上述，目前似乎也沒有國家規定，對授予個別經理人的股權激勵都必須經過股東會同意。但個別經理人股權激勵如果超過一定的範圍，在中國大陸及香港訂有相關規範，茲說明如下：

---

<sup>81</sup> 參閱朱德芳，論公司法下董事會發行新股之權限與責任——以公司法第一五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，115期，頁156，2010年6月。

中國大陸《上市公司股權激勵管理辦法》規定，非經股東大會特別決議批准，任何一名激勵對象通過全部在有效期內的股權激勵計畫獲授的本公司股票，累計不得超過公司股本總額的1%<sup>82</sup>。換言之，僅有在授予股權激勵的數量超過1%股權總額時，才需要經股東大會特別決議批准。

香港與中國大陸採取類似的概念，即設定需由股東會決議的股權激勵（稱之為「期權」）數量門檻，經過股東會特別決議後即可不受該數量之限制，但其規定包括資訊公開及表決迴避之規範，可以說更為詳盡。茲依香港聯合交易所之規定<sup>83</sup>，就公司擬發給股權激勵時所受到的限制整理說明如下：

1. 除非經過股東會依特別程序的批准，否則公司在授予股權激勵（即持有者符合一定條件時可取得公司股票之權利）時，對每名被授予人（下稱參與人）可授予之數量將受到以下述限制。

2. 每名參與人在任何十二個月的期間內，獲得公司授予的股權激勵（包括已行使或未行使的期權）予以行使時所發行及將發行的股票，不得超過上市發行人（或有關附屬公司）已發行的有關類別股票的1%。換句話說，公司授予參與人股權激勵數量限制將隨著時間的推移而更新，此一方式有利於對長期對於資深高階人才授予股權激勵。

3. 對於參與人授予超過前述限制的數量，或再授予股權激勵將會導致參加人所有的股權激勵數量會超過前述限制的數量時，則需經過股東會同意，且必須踐行下列程序：(1)參與人及其關係人必須迴避（放棄投票權）；(2)公司必須向股東揭露參與人身份、以往及即將授予的股權激勵數量和授予條件、以及法令規定所需揭露的各

---

<sup>82</sup> 中國大陸《上市公司股權激勵管理辦法》第14條第2款。

<sup>83</sup> 香港聯合交易所《上市規則》第17.03(4)條。

項資訊。

中國大陸和香港都是以設定數量門檻的方式來限制董事會發給股權激勵的權限，超過該數量門檻時，則應由股東會特別決議來核准，此符合公司治理的精神。我國以「目的事業主管機關」來替代股東會作為公司治理的機構，應屬全球罕見的規範。

#### (四)資訊公開及表決迴避

如果認為只以數量門檻來限制董事會發給股權激勵的權限仍然不足以保護股東，可以再進一步參考前開香港《上市規則》關於資訊公開及表決迴避的規定。亦即公司如擬對於具有特定身分者（例如公司董事及直接、間接或與他人共同持股5%以上之股東本人及二親等內親屬）授予股權激勵時，必須將該授予對象之特定身分、將授予之股權激勵數量及條件等資訊於股東會開會通知中向股東揭露，且擬被授予股權激勵對象本人及其關係人不得參與表決。

#### 四、回歸公司治理之規範

我國公開發行公司授予股權激勵之規範始訂於二〇〇〇年，當時公司治理之觀念及機制較為缺乏，主管機關直接以總量管制的方式來防止董事會濫權的作法是可以理解的。但十餘年來，我國既已引進美國的獨立董事、薪酬委員會等公司治理制度，主管機關應該要放手，回歸公司治理之規範，讓這些公司治理制度發揮功能，成為解決問題的機制。既然主管機關也已經體認到，設定毫無彈性的股權激勵上限，對於發行公司在攬才、留才方面造成嚴重的困擾，讓發行公司循公司治理的機制，由薪酬委員會及獨立董事來處理股權激勵數量的問題，絕對比目的事業主管機關的承辦人員來做決定更為合理適當。依現行的規定，公司薪酬委員會通過的股權激勵案超過數量門檻時還要經過「中央目的事業主管機關專案核准」，不

啻是將中央目的事業主管機關的承辦人當成全國性的超級薪酬委員會，這是完全不合理的制度，應該立即廢除。

世界持續變動，公司所有權和經營權的關係也不斷在改變，相應的公司治理也將永無止境的演化，求取平衡而非強制禁止，才是公司治理的目標。「沒有最好，只有更好」這句話，用在公司治理機制的演進上是最適當不過的。我國立法、行政機關在管制過程中，宜依循謙抑性管制（*humble regulation*）的思維。簡言之，管制機關應多與市場參與者溝通與合作，容許市場交易者自我調整公司之內部規範，而非動輒修法採用實質管制之強制或禁止規定，齊頭式地要求所有受規範之企業一體遵行<sup>84</sup>。

## 伍、結論與建議

以認股權憑證及限制型股票為主體的股權激勵，近三十年來，成為新經濟下公司發展人力資源的重要工具。讓員工持有股權，是員工與股東利益一致化最直接有效的方法，股權激勵不但可以用來攬才、留才，也可以讓公司將現金部位用於研發、設備及營運資金，而非用以支付優秀人才的高額薪資，在「現金為王」的時代，股權激勵又成為公司重要的財務工具。

二〇〇一年爆發的安隆案，以及二〇〇八年金融危機後金融業高階經理人在弄垮公司後繼續領取高額薪酬，讓經理人的薪酬安排成為國際間最重要的公司治理問題之一。經過數年的檢討與沉澱，基於股權激勵不增加公司現金支出及易於追索的特性，在美國、歐盟以及亞洲的香港，都已有將高階經理人浮動薪酬（依績效派發）占整體薪酬比例拉高、且在浮動薪酬中將股權激勵比重增加到50%

---

<sup>84</sup> 蔡昌憲，同註73，頁325-326。

以上的規範（法規或建議）。由此觀之，在公司治理的發展上，股權激勵已被許多國家採為穩健的薪酬制度下重要的薪酬工具。

反觀我國於二〇〇〇年正式引進員工認股權憑證制度，當時因為發行公司主要是以發放極其優惠的員工分紅入股作為讓員工持股的主要手段，股權激勵的引進及主管機關對於發行總量及授予個別對象的數量限制，並未引起業界太多的注意。二〇〇八年員工分紅入股改採市價發行及課稅之後，業界失去昔用之攬才及留才方法，雖然在二〇〇七年開始許可以低於市價或淨值發行員工認股權憑證，二〇一一年開始許可無償發行限制員工權利新股，但是主管機關的發行數量管制愈限愈嚴，發行公司（尤其是低實收資本額的新創公司）可使用的股權激勵數量極為有限，難以發揮其在人力資源及財務管理上的功能。經過業界不斷的爭取，政府於二〇一五年「放寬」對個別人才授予股權獎勵的總量上限，其方式竟然是由「目的事業主管機關核准」，此已跨越董事會中心或股東會中心主義的選項，為世所罕見之奇特制度。而即使有前述對個案「放寬」的動作，在發行總量限制之下，有限的股權激勵實難以成為建構公司穩健薪酬制度的工具。

股權激勵屬於薪酬的一部分，而如何決定經理人的薪酬，為公司治理重要之一環，學者各有不同的看法，各國也有不同的規範方式。從利害關係人的角度來看，股權激勵並不會損害公司債權人的利益，雖然會造成股權稀釋，但也有使員工與股東利益一致化及節省公司現金開支之效果，且公司股價上漲及獲利增加，股東亦同蒙其利。因此，如何在利害之間取得一個平衡點，應該以公司治理的方式來處理。至於對於控制股東藉由股權激勵圖利自己的顧慮，本文亦以實際的試算結果，說明兼有員工身分的控制股東如果要增加自己的收益，發給自己現金薪酬的效益將遠大於發給自己股權激勵。所以如果要打「肥貓」，應該要自規範現金薪酬下手，而非限

縮股權激勵的發放。

此外，以「目的事業主管機關核准」作為解決問題的方法，將面臨沒有明確的審查標準、審查者難以判斷申請內容之合理性、目的事業主管機關可能淪為背書工具、及股東難以尋求司法救濟等問題。顯然此一背離公司自治的作法，並非替代公司治理的良方。

世界在變、環境在變、臺灣也在變。當全球的公司治理制度不斷在演化之際，臺灣也在近十餘年來引進獨立董事、薪酬委員會及更全面的資訊公開機制，此與二〇〇〇年時引進股權激勵制度的時空環境已大不相同。雖然沒有十全十美的制度，但是由藉由發行公司薪酬委員會及股東會的把關，輔以充分的資訊公開及利害關係人表決迴避，可以將此一問題回歸到公司治理的方式來解決。本文建議參考香港及中國大陸的規範，將我國現行制度下的無論是對個別對象還是整體發行股權激勵數額的「數量管制」修正為「數量門檻」，當發行公司擬授予股權激勵的總量超過主管機關所訂之門檻時，則啟動股東會表決機制；而當利害關係人為股權激勵授予對象時，可進一步要求資訊公開及表決迴避，以讓員工股權激勵的問題，回歸公司治理的方式來解決。

## 參考文獻

### 一、中 文

1. 方元沂，論我國經理人薪酬制度，載：法學的實踐與創新（上），頁525-538，2013年9月。
2. 方嘉麟、朱德芳，公司章程自治之界限——以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143期，頁239-302，2015年12月。
3. 王志誠，董事會功能性分工之法制課題，政大法學評論，92期，頁301-387，2006年8月。
4. 朱德芳，論公司法下董事會發行新股之權限與責任——以公司法第一五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，115期，頁149-242，2010年6月。
5. 林仁光，董事會功能性分工之法制課題——經營權功能之強化與監控機制之設計，國立臺灣大學法學論叢，35卷1期，頁157-266，2006年1月。
6. 林佑軒，台灣家族企業績效之後設分析，政治大學企業管理研究所碩士論文，2009年1月。
7. 林郁馨，公開發行公司經營者薪酬決定機制之實證分析，中研院法學期刊，14期，頁245-317，2014年3月。
8. 林國全，從強制設置薪酬委員會談起，月旦法學雜誌，202期，頁22-37，2012年3月。
9. 邵慶平，新創公司與限制員工權利新股，月旦法學教室，153期，頁24-26，2015年7月。
10. 張心悌，公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究，臺北大學法學論叢，58期，頁1-42，2006年6月。
11. 張心悌，薪資報酬委員會獨立性與專業性之再思考，月旦法學雜誌，233期，頁115-135，2014年10月。
12. 曾宛如，公司管理與資本市場法制專論(一)，2007年10月。
13. 曾宛如，公司管理與資本市場法制專論(二)，2008年1月。
14. 游啟璋，公司內部人自己交易的控制，政大法學評論，118期，頁271-330，

2010年12月。

15. 劉承愚，論臺灣地區上市公司股權獎酬制度——從中國大陸地區股權獎酬新制談起，載：2016第六屆兩岸民商法前沿論壇論文集，頁1206-1219，2016年11月。
16. 劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究，月旦法學雜誌，94期，頁131-154，2003年3月。
17. 蔡昌憲，評我國強制設置薪酬委員會之立法政策——從經濟分析及美國金融改革法談起，中研院法學期刊，11期，頁249-340，2012年9月。
18. 羅傳賢，立法程序與技術，6版，2012年7月。

## 二、外 文

1. Bainbridge, Stephen M. (2012), *CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS*, Oxford: Oxford University Press.
2. Bebchuk, Lucian A. & Fried, Jesse M., *Paying for Long-Term Performance*, 158 U. PA. L. REV. 1915 (2011).
3. Berle, Adolf & Means, Gardiner (1932), *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, New Brunswick: Transaction Publishers.
4. Coffee, John C., *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, 89(2) CORNELL L. REV. 269 (2004).
5. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1996), *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW*, Massachusetts: Harvard University Press.
6. Gomez-Mejia, Luis R., Larraza-Kintana, Martin & Makri, Marianna, *The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations*, 46(2) *ACA. OF MANAGEMENT J.* 226 (2003).
7. Gordon, Jeffrey N., *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis"*, 30(4) *J. OF CORP. L.* 675 (2005).
8. Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. FIN. ECON.* 305 (1976).



9. La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert, *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 4 (2000).
10. Mehran, Hamid, *Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance*, 38 J. FIN. ECON. 163 (1995).
11. Milkovich, George T. & Newman, Jerry (2004), *COMPENSATION*, New York: McGraw-Hill.
12. Scholes, Myron S., *Stock and Compensation*, 46(3) J. FIN. 803 (1991).
13. Westerman, James. W., Geiger, Scott. W. & Cyr, Linda A., *Employee Equity Incentives and Venture Capitalist Involvement: Examining the Effects on IPO Performance*, 13(4) J. DEV. ENTREPRENEUR. 410 (2008).

# Employee Equity Incentive of Public Companies and Corporate Governance

Cheng-Yu Liu<sup>\*</sup>

## Abstract

The employee equity incentive, which mainly consists of stock option and restricted stock, is an important tool of human resource and finance of a company. After the 2001 Enron scandal and the 2008 global financial crisis, equity incentive has gradually become a mandatory part of sound remuneration system in American, Europe and Hong Kong. Due to special circumstances in Taiwan, the authority-in-charge has set up strict quantity control on employee equity incentive granted by public companies as an attempt to prevent the improper dilution of shareholders equity by controlling shareholders. Consequently, it is relatively difficult for public companies to enjoy the benefit of equity incentive plan. After tough negotiating with the authority, the solution was to obtain a special approval from the “central competent authority of the relevant industry” regarding the exemption from quantity restriction for granting equity incentive to an individual. Since equity incentive is only part of employee

---

<sup>\*</sup> Attorney, InfoShare Tech Law Office; National Chengchi University Dept. of Law Ph.D. Student.

Received: January 10, 2017; accepted: June 1, 2017

compensation, a spreadsheet is introduced herein to demonstrate that, for a controlling shareholder who is an executive officer of a company, if he wants to take advantage from compensation package, the best choice is cash incentive, not equity incentive. On the other hand, some corporate governance measures—notably compensation committee—were introduced to Taiwan in the past decade. It is recommended to (1) strengthen the function of compensation committee and require more disclosure of compensation committee’s performance; (2) change the “quantity control” to “quantity threshold”, when the quantity of equity incentive recommended by compensation committee is beyond the threshold, a special shareholders meeting resolution is required for such a grant of equity incentive; and (3) impose mandatory obligation to disclose information thereof if an interest party is the grantee of equity incentive, and to make such an interest party and its related parties abstain from voting right. At the same time, the intervention of administrative approval should be abolished. It is believed that the issues on employee equity incentive should be resolved by corporate governance measures.

**Keywords:** Employee Equity Incentive, Stock Option, Restricted Stock, Corporate Governance, Central Competent Authority, Controlling Shareholder, Compensation Committee, Abstain from Voting Right