

美國Say-on-pay制度介紹與引進 可行性之分析

周 振 鋒*

要 目

- | | |
|-------------------------------|------------------------|
| 壹、Say-on-pay制度意義與發展 | (二)問題二：Say-on-pay制度是否為 |
| 貳、美國Dodd-Frank法案之Say-on-pay制度 | 解決經營者受領超額報酬之有效方式？ |
| 一、Dodd-Frank法案簡介 | (三)小 結 |
| 二、Say-on-pay制度預期發揮之功能 | 四、美國實施Say-on-pay之現況與問題 |
| 三、學說之辯論 | (一)投資人顧問機構之強大影響力 |
| (一)問題一：經營者是否有普遍不當受領高薪之情形？ | (二)Say-on-pay制度之不完美 |
| | (三)股東訴訟之疑慮 |

DOI：10.3966/102398202014060137005

* 中正大學法律學系助理教授，美國伊利諾大學香檳分校法學博士（J.S.D.）。感謝匿名審稿委員之寶貴意見，惟作者當自負文責。本論文受國科會專題計畫補助（101-2410-H-194-136-），在此致謝。另作者對助理高嘉瑩同學熱心協助校對表示謝意。

投稿日期：一〇二年三月三日；接受刊登日期：一〇二年九月二十六日

責任校對：林嘉瑛

參、我國經營報酬決定機制與Say-on-pay制度引進之可行性分析	(一)我國法制形式上仍為「股東會中心主義」
一、經營報酬之意義	(二)商業環境未有必要配套
二、何機關有決定經營報酬之權限	肆、未來展望——代結論
三、初探引進Say-on-pay制度	

摘 要

Say-on-pay制度，係指股東會就公司經營報酬表示贊成與否之投票，即公司於股東會開會前公告經營報酬相關資訊予股東，經股東衡量後，於股東會中投票議決，表示支持或反對公司經營報酬之政策或措施。Say-on-pay制度濫觴自英國，以從報酬與績效連結性出發，認為經營者受領報酬應與其經營表現具正向關係始稱正當；倘公司年度績效不佳，則握有公司經營大權之經營者自不宜繼續受領高薪。此理念亦影響了美國，而於二〇一〇年制定之華爾街改革與消費者保護法中增訂一九三四年證券交易法第14A條，要求所有公開發行公司每三年至少舉行一次Say-on-pay投票，使股東能定期檢視公司經營報酬政策之妥適性。按經營報酬為公司治理制度之一環，若公司無妥適之報酬制度，不但無法激勵經營者為公司開創利益，反使眾人搶當肥貓，競相分食公司資源。自英美兩國先後採納Say-on-pay制度觀之，該制度於全球公司治理中扮演的角色越顯重要，我國公司法不宜忽視，並有必要加以徹底理解，詳細分析與評估該制度於我國實施之可行性。甚者，美國為公司治理領先國家，近來該國法制動態對我國公司法發展與影響越為重要，具相當指標意義，因此，本文即以該國新制度為研究素材之動機產生。結論上，本文認為就目前我國法制與商業環境而論，尚不宜引進該制。主要原因不外乎為我國公司法就經營報酬採「股東會中心主義」，而Say-on-pay制度為「董事會中心主義」之產物，兩者性質有異。另我國實務散戶投資人眾多且公司普遍缺乏強而有力之機構投資人，與市場缺少顧問公司協助股東行使表決權等原因，以致於該制以我國現有條件言，應無法發揮其就公司治理之效益。基此，本文就該制引進暫採保留看法。

關鍵詞：Say-on-pay制度、經營報酬、績效與報酬連結、公司法第196條、股東會中心主義、董事會中心主義、華爾街改革與消費者保護法

壹、Say-on-pay制度意義與發展

Say-on-pay制度，係指股東會就公司「經營報酬」（Executive Compensation）表示贊成與否之投票，即公司於股東會開會前公告經營報酬相關資訊予股東，經股東衡量後，最終於股東會中投票議決，即就公司經營報酬政策（Policies）或措施（Practices）之妥適性，表示「支持」（For）或「反對」（Against）意見。此制度之經營者係指執行長等高階經理階層而有權執行公司業務與決定公司營運之人；經營報酬則指前開人員基於擔任公司高階職位而受領之金錢給付或其他經濟利益¹。前揭經營報酬相關資訊通常包括公司董事會如何制定經營報酬政策、經營報酬組合與報酬價值（Package and Value）、相同或類似產業經營者報酬決定標準（Compensation Standards）、公司年度經營績效（Corporate Performance）、經營實際投入工作時間（Working Time）與專業度（Professionalism）等。

Say-on-pay制度濫觴自英國。於一九九九年由時任英國「貿易工業部長」（Secretary of State for Trade and Industry）之Stephen Byers提倡「報酬與績效連結性」（Link between Pay and Performance）理念，認為經營者受領報酬應與其經營表現具正向關係；若公司年度績效（企業獲利或公司股價表現）不佳，則握有公司經營大權之經營者自應對股東負責，不宜繼續受領高薪。質言之，倘公司年度呈虧損狀態，或表現明顯不及同業水準，若許經營者能繼續領有高薪，如此自對股東不公，且無法適度激勵經營者為股東創造

¹ 須特別說明，此處之經營者係指執行長為首之經營階層，公司董事會此時僅為監督者，此為美國多數公開發行公司所採行之模式。若是當董事會為主要業務經營機關時，如我國多數公司，經營者即指公司董事，詳細說明參本文參、一。

更大利益；然若將公司績效與經營者報酬加以連結（Pay for Performance），經營者即有足夠誘因克盡心力為公司興利，如此可增加其受領報酬之正當性，進一步更可避免將來受到股東會之檢驗，造成股東對其不滿之攻擊。基於此等理念，似可考慮賦予股東就經營報酬決定有更積極之地位，而非消極聽任經營者（或董事會）自行決定報酬額度²。

經過國內連串提倡，英國於二〇〇二年正式制定「董事報酬報告規則」（The Directors' Remuneration Report Regulations），要求該國「上市公司」（Quoted Company）須將董事報酬資訊詳細揭露，且須於每年股東年會中提出「董事報酬報告」（Director's Remuneration Report），供股東為「諮詢性投票」（Advisory Vote）³。依此規則，參酌各項資訊後，公司股東若認為經營報酬政策係不合理時，即可投下反對票，表達不同之聲音。由於經營報酬決定通常被認為係經營權之一環，屬董事會經營權限之範疇，股東無置喙之餘地。然而，自此規定制定後，公司內部權力配置即有些微變更，股東對於經營報酬事項開始有發聲之權利⁴。惟此類股東會表決對董事會而言仍屬諮詢性質，因此，縱使股東會作出反對

² 關於英國Say-on-pay制度簡史，可參考See Paul Hodgson, *A Brief History of Say on Pay*, available at <http://www.iveybusinessjournal.com/topics/leadership/a-brief-history-of-say-on-pay#.UewxmY3FVsk> (last visited: 2013.07.20).

³ 本規則自2003年開始施行。另英國2006公司法（Company Act 2006）第439(1)條也有相似規定，規定如下：“A quoted company must, prior to the accounts meeting, give to the members of the company entitled to be sent notice of the meeting notice of the intention to move at the meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the directors' remuneration report for the financial year.”

⁴ 參見郭大維，論董事報酬決定機制之建構——從最高法院九十八年度台上字第九三五號民事判決談起，月旦法學雜誌，198期，頁205，2011年11月。（下稱「董事報酬建構」）

公司經營報酬決定之決議，亦不生拘束董事會之效果，董事會仍得合法地繼續執行既有之政策，股東或股東會無阻止之權。

Say-on-pay制度自英國創設後開始影響世界其他國家，例如澳洲於二〇〇四年、西班牙於二〇〇七年亦採取相似之Say-on-pay制度。更有甚者，荷蘭⁵、瑞士、丹麥與挪威等國進一步要求上市公司提出報酬報告，供股東為「拘束性投票」(Binding Vote)⁶。於此「拘束性投票」制度下，若股東會表決反對公司經營報酬政策，董事會「未來」則有義務對既有政策加以修正檢討，即董事會有依股東會決議內容之作為義務，調整現行報酬政策。不過，值得強調者，股東會議決反對之結果非因此免除公司對經營者已產生之報酬給付義務，公司仍應對經營者支付當年度之報酬，但董事會有義務針對股東會表決的結果，修正既有的報酬政策，以示負責。

觀諸英國Say-on-pay制度施行經驗，該制不但可以適度減輕代理成本，即透過報酬設計激勵代理人發揮長才，亦能吸引與保留優秀人才為公司效力，在此誘因驅使下，代理人不但為自己賺取私利，同時也能幫助公司與股東創造利益，可謂雙贏⁷。反觀之，不佳的報酬設計如僅給固定薪資，由於公司經營良窳和經營者報酬無

⁵ 但荷蘭Say-on-pay制度與英國有些許不同，除強制性投票外，荷蘭不要求公司每年舉行股東投票，且股東投票僅就公司報酬政策為對象，非如英國般，就過去之經營報酬報告為表決。See Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter & James F. Cotter, *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, 97 CORNELL L. REV. 1213, 1227 (2012).

⁶ 該些國家係採荷蘭立法模式。See *id.*

⁷ 有文獻指出英國表決經營報酬Say-on-pay制度已促使某些公司取消過度浮濫的經營者報酬手段，增加公司對於給付績效不佳經營者報酬之敏感度，如此將促使經營者重視績效表現。See Fabrizio Ferri & David A. Maber, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, available at <http://ssrn.com/abstract=1420394> (last visited: 2013.03.02).

關，經營者祇要保守經營或確保公司能持續經營即可，其並無其他誘因更加積極的為公司創造利益，如拓展事業規模、持續研發新利基產品等⁸；另外，過度或浮濫報酬，不但使經營者忽視公司盈虧之可能，更有甚者，實質侵蝕公司經營成果，對股東盈餘分派之權利造成負面影響。因之，經營者報酬設計雖能解決代理問題中代理人誘因不足之問題，惟若設計或使用不當，恐使公司股東未受其利，先蒙其害。

前述歐陸各國仿效Say-on-pay制度之風潮亦影響了美國。美國公司法向來以給予董事會極大經營權限著稱，此權限包括經營報酬在內，股東會通常對此類事項無法干涉。縱使發覺經營報酬不合理（如公司本年度嚴重虧損但經營者卻增加報酬）或浮濫（如超過同業標準甚多），股東僅能事後以訴訟方式質疑董事會報酬決定之合法性，惟挑戰成功的可能性極低⁹。因此，實際上，董事會就經營報酬幾乎有著完全之決定權。然而如此情形於近年已產生重大改變。申言之，美國於二〇〇八年為因應金融危機制訂「緊急經濟穩定法案」（Emergency Economic Stabilization Act of 2008），該法創設「困難資產紓困計畫」（Troubled Asset Relief Program, TARP），該計畫提供紓困資金予深陷資金短缺之公司（下稱「TARP公司」）。豈料，該TARP公司雖深陷財務危機，但高階

⁸ See ANDREAS CAHN & DAVID C. DONALD, *COMPARATIVE COMPANY LAW—TEXT AND CASES ON THE LAWS GOVERNING CORPORATIONS IN GERMANY, THE UK AND THE USA* 417 (2010).

⁹ 此乃董事會之決定受到經營判斷法則（business judgment rule）之保護，原則上董事會之決定被推定為合法並符合公司最佳利益。除非原告股東能舉證該決定有涉及不法（如詐欺）、有利益衝突之情事（如董事會多數身兼高階經理人），或喪失獨立性時（如董事會中多數為執行長所操縱而有偏頗之虞），股東通常甚難以訴訟方式指摘其不法。

經理人仍繼續受有高薪，甚至有上下班以直升機代步等豪奢行為，致使政府等同資助此等不公平現象而引發諸多民怨，為回應社會大眾之疑慮，國會再行制訂「美國復興與再投資法」(American Recovery and Reinvestment Act of 2009)，授權證券管理委員會(下稱「證管會」)發布規則14a-20，要求積欠政府紓困債務之金融公司，必須於股東年會對經營者報酬為諮詢性表決。且即使該表決結果對公司不具拘束效果，但公司有義務於股東會前揭露相關資料供股東參考¹⁰。此為美國正式採取Say-on-pay制度之始¹¹。

¹⁰ 規則14a-20原文如下: “If a solicitation is made by a registrant that is a TARP recipient, ... and the solicitation relates to an annual (or special meeting in lieu of the annual) meeting of security holders for which proxies will be solicited for the election of directors, ... the registrant shall provide a separate shareholder vote to approve the compensation of executives, as disclosed pursuant to Item 402 of Regulation S-K, including the compensation discussion and analysis, the compensation tables, and any related material.”

¹¹ 應說明者，美國首宗Say-on-pay發生於2006年，惟此乃透過規則14a-8 (Rule 14a-8) 以股東提案方式提出。另美國於2007年已將股東的表決報酬之提案 (Say-on-pay Proposal) 不列入規則14a-8的可排除事項 (Excludible)，自此某些公司已接受股東請求Say-on-pay提案，甚至少數公司董事會自行提案供股東表決。See Marcel Kahan & Edward Rock, *Embattled CEOs*, 88 TEX. L. REV. 987, 1034 (2010); See also Thomas, Palmiter & Cotter, *supra* note 5, at 1217-18. 但上述情形並非正式法律制度之引進，性質上仍屬公司或股東自發性的採用。可參見郭大維，我國公開發行公司獨立董事報酬之規範及實證研究，東吳法律學報，24卷2期，頁28，2012年10月。(下稱「獨立董事報酬」) 股東自發性的提案與法規強制公司舉行報酬投票不同。股東自發性提案係主張公司應實行Say-on-pay制度，而交由股東投票應否實行；惟法規制定後，公司即應按時、強制的舉行表決報酬提案，由股東就現行報酬政策是否妥適表示贊成與否之意見。國內有關Say-on-pay制度介紹文獻，另可參考曾宛如，證券交易法之現狀與未來——期許建構體例完善的證券法規，月旦法學雜誌，217期，頁101-103，2013年6月；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282-

於二〇一〇年，美國更進一步制定「華爾街改革與消費者保護法」（Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Dodd-Frank法案）增訂一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934, 1934年證交法）第14A條，強制要求所有公開發行公司每三年至少舉行一次表決報酬投票。自此，Say-on-pay制度全面引進美國，同時擴大適用範圍，包括所有公開發行公司在內¹²。依一九三四年證交法，公司舉行Say-on-pay投票後，須立即對外公開揭露投票結果，公司也須於隔年委託書徵求中，揭露公司如何回應股東投票結果。另外，公司每六年亦應就Say-on-pay投票頻率應為每年、每二年，或每三年，提請股東會決議。

按經營報酬為公司治理制度之一環，若無妥適之報酬制度，不但無法激勵公司經營者積極為公司開創利益、造福全體股東，反而使經營者搶當「肥貓」（Fat Cat），競相分食公司資源。惟經營報酬決定考量因素甚多，難以固定以標準化方式認定各公司經營報酬政策之良窳。質言之，公司得基於各自之產業標準、公司營運狀況、用人政策、經營專業度等基準，發展各自之績效考核與報酬標準，甚至為吸引特定優秀人才，大舉修訂既有報酬政策。不過，自公司治理管制者的視角觀之，若能適當的運用政策引導個別公司採用良好之報酬政策，而能提升國內公司整體的公司治理，加強企業獲利能力，實為美事一樁。全面性公司治理的強化亦有助於國家資

286，2012年9月。

¹² Dodd-Frank法案此規定給予公開發行公司緩衝時間，且區分公司規模而給予不同對待，就大型公司言自2011年1月21日開始適用、小型公司自2013年1月21日起適用，似認為小型公司負擔新措施的適應能力較低，應予較寬裕的準備時間。根據證管會命令，在外流通股份超過7,500萬美元即為大型公司。相關說明，可參考證管會網站說明<http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178-secg.htm>，最後瀏覽日：2013年7月20日。

本市場於全球的競爭力，重要性實不可小覷。自前述各國先後採納Say-on-pay制度觀之，該制於全球公司治理中扮演的角色越顯重要，我國公司法不宜忽視此一全球性的立法動態，而有必要加以徹底理解，並詳細分析與評估該制度於我國實施之可行性。尤其，美國為公司治理之領先國家，近來該國法制動態對我國未來公司法發展與影響至為重要，具相當指標意義。因此，本文以美國Say-on-pay制度為題，為主要之論述對象。

另，本文除介紹美國Say-on-pay制度之目的、功能、學說爭論與實際產生問題外，另一論述重心則為研析該制移植我國之可行性。結論上本文認為，就目前我國商業與法制環境而論，並不宜倉促引進該制，主要原因為公司法就董事報酬採「股東會中心主義」，而Say-on-pay制度為「董事會中心主義」之產物，兩者性質有異。另我國散戶投資人眾多且公司普遍缺乏強而有力之機構投資人，與市場上缺少投資顧問公司等因素，致使以我國現有條件言，該制似無法發揮其就公司治理之效益。基此，本文就該制引進暫採保留看法。惟此結論非謂本文此時探討Say-on-pay制度，即失去意義；較正向思考應為，或許待將來相關條件趨於成熟，且國外法制經驗呈正面結果時，我國公司法即可考慮引進，而本文研究不失可為往後立法者進行改革之參考。另須指出者，現階段雖不宜驟然引進Say-on-pay制度，惟以該制於國外蓬勃發展結果觀之，全球公司治理將持續重視關於「資訊充分揭露」、「與股東溝通討論」、「股東參與」等理念與精神，而此些可作為我國公司法立法者往後進行其他公司治理改革之指導原則。

貳、美國Dodd-Frank法案之Say-on-pay制度

一、Dodd-Frank法案簡介

Dodd-Frank法案第951條增訂一九三四年證交法第14A條，規定關於公司至少每三年須依證管會法規揭露經營報酬資訊予股東，並將經營報酬送交股東會議決¹³。且股東會每六年須重新議決表決報酬之頻率為每年、每二年，或每三年舉行¹⁴。另當公司進行併購或重大資產處分時，其經營者受領黃金降落傘（Golden Parachute）等資訊，亦須揭露與送交股東會表決¹⁵。不過法案特別

¹³ Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(1): “Not less frequently than once every 3 years, a proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders for which the proxy solicitation rules of the Commission require compensation disclosure shall include a separate resolution subject to shareholder vote to approve the compensation of executives, as disclosed pursuant to section 229.402 of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto.”

¹⁴ Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(2): “Not less frequently than once every 6 years, a proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders for which the proxy solicitation rules of the Commission require compensation disclosure shall include a separate resolution subject to shareholder vote to determine whether votes on the resolutions required under paragraph (1) will occur every 1, 2, or 3 years.”

¹⁵ Securities Exchange Act of 1934 § 14A(b): “(1) ... at which shareholders are asked to approve an acquisition, merger, consolidation, or proposed sale or other disposition of all or substantially all the assets of an issuer, the person making such solicitation shall disclose in the proxy or consent solicitation material, in a clear and simple form in accordance with regulations to be promulgated by the Commission, any agreements or understandings that such person has with any named executive officers of such issuer (or of the acquiring issuer, if such issuer is not the acquiring issuer) concerning any type of compensation (whether present, deferred, or contingent) that is based on or otherwise relates to the acquisition, merger, consolidation, sale, or other disposition of all or substantially all of the assets of the issuer and the

強調，此種諮詢性投票不可解釋為推翻（**Overrule**）董事會所為之經營決定，或改變、增加董事之受託人義務（**Fiduciary Duty**）；同時，股東原有關於經營報酬之提案權亦不受影響¹⁶。換言之，公司法關於公司內部權力結構與責任之配置不因另給予股東諮詢性投票而受到影響。值得說明者，並非所有經理人均為受檢視對象，受到**Say-on-pay**表決檢視者除主要執行、財務主管外，包括於公司徵集委託書說明文件中列舉之三位高階經理人¹⁷。而股東乃就整體報

aggregate total of all such compensation that may (and the conditions upon which it may) be paid or become payable to or on behalf of such executive officer. (2) Any proxy or consent or authorization relating to the proxy or consent solicitation material containing the disclosure required by paragraph (1) shall include a separate resolution subject to shareholder vote to approve such agreements or understandings and compensation as disclosed, unless such agreements or understandings have been subject to a shareholder vote under subsection (a).”

¹⁶ Securities Exchange Act of 1934 § 14A(c): “The shareholder vote referred to in subsections (a) and (b) shall not be binding on the issuer or the board of directors of an issuer, and may not be construed— (1) as overruling a decision by such issuer or board of directors; (2) to create or imply any change to the fiduciary duties of such issuer or board of directors; (3) to create or imply any additional fiduciary duties for such issuer or board of directors; or (4) to restrict or limit the ability of shareholders to make proposals for inclusion in proxy materials related to executive compensation.”

¹⁷ 17 CFR 229.402 (Item 402)(a)(3): “Disclosure shall be provided pursuant to this Item for each of the following (the “named executive officers”): (i) All individuals serving as the registrant’s principal executive officer or acting in a similar capacity during the last completed fiscal year (“PEO”), regardless of compensation level; (ii) All individuals serving as the registrant’s principal financial officer or acting in a similar capacity during the last completed fiscal year (“PFO”), regardless of compensation level; (iii) The registrant’s three most highly compensated executive officers other than the PEO and PFO who were serving as executive officers at the end of the last completed fiscal year; and (iv) Up to two additional individuals for whom disclosure would have been provided pursuant to paragraph (a)(3)(iii) of this

酬（Compensation Package）作出議決，而非針對單一報酬處置（如獎金、選擇權、激勵獎金等）作合理與否之評斷¹⁸。表決結果應於股東會後四個營業日內對外揭露，並於隔年委託書徵求資料中揭露公司如何回應股東投票之結果¹⁹。

二、Say-on-pay制度預期發揮之功能

現代大型公司由於「所有與經營分離」（Separation of Ownership and Control）現象，經營者（而非股東）為實際執行公司業務與經營政策之決策者，如此所有者與經營者分離的現象造成「代理成本」（Agency Cost）的問題。由於經營者並非公司所有者，通常欠缺為全體股東（所有人）創造最大利益的誘因，甚至利用掌握經營權之便，為自己量身制定高額報酬，造成經營公司之道德風險²⁰。如何促使代理人盡最大努力為公司股東創造利益、降低道德風險，則為各國公司治理政策的規範目標。是以，有效的公司治理規範不但須能遏止經營者以不正手段剝奪股東權益，妥適的獎勵機制促使經營者克盡職責，為股東創造最大利益，亦同等重要。

經營報酬決定權傳統上屬企業經營的範疇，然而連串的企業高層自肥新聞不斷傳出，最後並間接致使企業經營存續問題。甚至，有時當公司出現嚴重虧損或發生營運危機時，經營者仍年年為自己加薪，毫無影響。針對如此不公平現象，近期公司治理的改革，則

Item but for the fact that the individual was not serving as an executive officer of the registrant at the end of the last completed fiscal year.”

¹⁸ See Thomas, Palmiter & Cotter, *supra* note 5, at 1225.

¹⁹ *Id.*

²⁰ 參見黃銘傑，經營者支配與股東支配外的第三條路，載：於公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，頁53，2006年9月。

是企圖讓股東有些許自主權，在不干擾經營自由的界線下，適度表達對公司經營的看法，而Say-on-pay制度即是給予股東對經營報酬此一事項表示意見之制度。雖說於Say-on-pay制度外，股東對於公司現任經營決定仍有其他表示不同意見之管道。例如，反對或不支持現任董事競選連任、提議解任現任董事、股東提案權等手段，使公司能汰換不適任之經營團隊，惟此些方式實際基於種種現實因素恐無太大之效果（如執行長把持董事會多數時），因此對公司經營報酬政策不滿之股東無奈之餘只能用腳投票，作出出售持股之抗議。

以美國法言，雖法律定位董事會為公司之業務執行機關，但現實務操作結果，現代董事會通常被賦予監督執行長為首之經營階層（Management）之角色。而董事會即是透過行使提名權、考核績效、決定報酬等機制，行監督經營階層之職責。惟長久以來董事會普遍被認為受到經營階層所操縱，因而無法客觀、中立、有效行使其監督權，致使公司內部監督機制之效果大打折扣。透過對董事會之影響力，經營階層自然能坐擁高薪，而無庸太過顧忌經營績效。基此事實，多數學者認為美國公司普遍支付執行長等高階經理人超額報酬²¹，透過Say-on-pay制度，股東可以定期對公司之經營報酬政策表示看法。雖然，該表決對董事會並無拘束力，但一般預期董事會會希望報酬政策獲得股東同意通過，否則若反對投票結果經由

²¹ 惟有學者認為此見解為不具證據基礎的謎思（Myth），衡量巨型公司經營階層報酬是否妥適並不那麼容易，且經營者報酬不完全源自固定薪資（Fixed Salary），大部分亦來自股權獎勵金（Equity-related Grants），而此類價值常取決於經營者所提供之服務對公司產生的價值而定，因此經營報酬的妥適往往須就個案衡量，不應一概而論。See David F. Larcker & Brian Tayan, *Seven Myths of Corporate Governance*, available at <http://ssrn.com/abstract=1856869> (last visited: 2013.03.02).

報章媒體大肆報導，其不免招來監督不周、甚至肥貓之罵名，對聲譽將有相當損害²²。基於此種心態假定，Say-on-pay制度期待董事會避免制定浮濫之報酬政策，並促使其將經營報酬與公司績效連結，以爭取股東認同²³。而此種假定漸從實證調查中獲得證實，根據二〇一二年的調查訪問八六〇位美國公開發行公司董事，百分之六十四之受訪者表示，其任職公司於股東會後業已基於股東Say-on-pay投票結果對公司「報酬措施」(Compensation Practice)作出調整，而使經營績效與經營報酬更具連結性²⁴。

實際上，在美國之Say-on-pay制度正式立法前，部分公司股東已自發性的提案，請求股東會議決與經營報酬相關之議案(如增訂報酬上限、增加報酬資訊之揭露等)。有研究即對一九九〇年中期之股東提案作為研究對象，其發現雖然當時該些提案甚少獲得多數股東支持，但其中獲得較多股東支持之公司於表決後未來兩年內，較不會增加經營報酬²⁵。此研究結果似表示，股東雖無法實際決定經營報酬，但其意見仍對董事會決定有所影響。另一研究以一九九七年至二〇〇七年的股東提案為研究對象，指出如果執行長受領

²² 有學者即表示，股東質疑董事決定將帶給董事之聲譽顧慮(Reputation Concern)，而此對董事將構成有效之威脅，因其將無法規避此種聲譽制裁(Reputational Penalties)。See Ferri & Maber, *supra* note 7, at 5.

²³ 賦予股東就經營報酬表達意見之邏輯相當符合直覺。身為公司實質所有人，股東自然希望董事會能制定一套報酬政策而能獎勵成功、懲罰失敗，因此給予股東表示意見的機會將軟性迫使董事會採取股東滿意之政策。倘若，某公司報酬政策招來絕大多數股東之反對，將受到外界之「特別關注」。

²⁴ See PWC's ANNUAL CORPORATE DIRECTORS SURVEY—INSIGHTS FROM THE BOARDROOM 2-3 (2012), available at http://www.pwc.com/en_US/us/corporate-governance/annual-corporate-directors-survey/assets/pdf/pwc-annual-corporate-directors-survey.pdf (last visited: 2013.03.02).

²⁵ See generally Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin, *The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation*, 67 U. CIN. L. REV. 1021 (1999).

「過度」報酬時，股東自願發起之Say-on-pay提案可得到較多股東的支持，且隨後公司多將大幅降低執行長之報酬²⁶。前述研究皆顯示，股東可透過投票方式表示其不滿公司之經營報酬政策，進而促使公司進行改革，尤其是愈多股東表示不滿之聲，董事會更有改變之壓力。是故，Dodd-Frank法案即是在此種思想下，強制公司賦予股東表示意見之機會²⁷。

應進一步說明者，Say-on-pay制度並非是政府透過法規強行介入個別公司經營報酬決定，而是希望公司能揭露必要資訊供股東判斷，股東據此作成諮詢意見後供董事會參考。若股東會與董事會間存在有效率的溝通，往往能將公司治理之效益極大化²⁸。於Dodd-Frank法案制定前，關於經營報酬的資訊通常不公開、不完整且不具實用性；但有些公司受機構投資人之壓力，已主動提案請求股東同意，如此也促使其他公司漸漸跟進。此時，顧問機構也形成相當具體之審查標準，供公司股東參酌。舉例言之，著名如Institutional Shareholder Services (ISS) 即建議股東，對於公司提出之經營報酬議案，應予個案認定，若董事會顯然未基於投資人利益善盡職責時，應投反對票²⁹。ISS同時指出幾項較具體之標準，包括³⁰：

²⁶ See Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & Volkan Muslu, *Shareholder Activism and CEO Pay*, 24 REV. FIN. STUD. 535, 576 (2011).

²⁷ See Thomas, Palmiter & Cotter, *supra* note 5, at 1222.

²⁸ Mary L. Schapiro, *Say on Pay Leading to Better Communication about Compensation*, available at <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch110211mls.htm> (last visited: 2013.03.02). 該文作者現為美國證管會主席。反對意見認為，不應以聯邦立法方式強行要求所有公開發行公司適用Say-on-pay制度，而應提供個別公司選擇之自由。See Jeffery Gordon, *Say on Pay: Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, 46 HARV. J. ON. LEGIS. 323 (2009).

²⁹ See ISS Governance Services, 2008 U.S. Proxy Voting Guidelines Summary 35

- (一)公司應維持報酬與績效連結以增加股東長期利益；
- (二)公司應避免與經理人有長期或無期限、過度優厚，或保證內容之報酬約定，如此通常無法達到效果；
- (三)公司應維持獨立之薪酬委員會，有助董事會為有效之監督；
- (四)公司應提供股東清楚與充足之報酬資訊，使其能完整與公正地評量經營報酬；
- (五)公司應避免對非執行董事（Non-executive Directors）支付不妥當之報酬，以維護其獨立性，而能公正監督經營報酬與公司績效。

Dodd-Frank法案制定後，在法規要求下，公司將強制提供經營報酬相關資訊予股東，股東在充足資訊下，即能確實表達對董事會關於經營報酬決定之看法，同時董事會也有誘因揭露更多資訊，並作出令多數股東同意之報酬決策。

三、學說之辯論

如本文前述，Say-on-pay制度主要係為解決經營者不當受領高額報酬之代理成本問題。透過公開揭露與股東表示不同意見，促使董事會就既有報酬政策與措施修正與調整，期能使經營績效與報酬呈正向關係，達到降低代理成本之目的。惟，以上論述應基於二個主要假設前提：(一)經營者有過度受領報酬之情形，且此情形甚為普遍，而有法律介入管制之必要；(二)Say-on-pay制度係解決報酬問題之有效方式。若以上二問題皆為肯定，則以法律介入即有合理性，

(2007.12.21). 原文如下: “Vote CASE-BY-CASE on management proposals for an advisory vote on executive compensation. Vote AGAINST these resolutions in cases where boards have failed to demonstrate good stewardship of investors’ interests regarding executive compensation practices.”

30 *Id.*

反之則否³¹。如此論理與邏輯雖然清楚，相關問題亦甚為明確，但就前開二問題，學者間則有南轅北轍之看法，本文分析如下。

(一)問題一：經營者是否有普遍不當受領高薪之情形？

1. 肯定說

首先針對第一個問題，即經營者是否不當受領高薪之情形，持肯定說學者通常依據執行長薪資之統計資料為論述之事實基礎。申言之，二〇〇五年會計年度資料顯示，在美國1,400家大型公司執行長受領之報酬總數，中位數為一仟三百五十一萬美元，較二〇〇四年資料提升百分之十六³²。另外，於一九九一年大型公司執行長之薪資為平均員工薪資之140倍，但於二〇〇三年卻提高至500倍之多³³。惟，單以執行長受領報酬快速增加之事實似乎未充分說明其真有「不當受領高薪」之情。因此，學者進一步論述，由於執行長通常對董事會具有相當影響力，因此於董事會決定經營報酬時，不免將討好執行長而浮濫給予報酬。即便現代大型公司均設有薪酬委員會（Compensation Committee），且成員全為獨立董事所組成，惟獨立董事未必能基於股東利益客觀執行職務。究其原因，乃實際上執行長對於獨立董事之提名常有一定程度之影響力³⁴，導致獨立

³¹ See Stephen M. Bainbridge, *Is 'Say on Pay' Justified?*, 32 REG. 31, 42 (2009), available at <http://ssrn.com/abstract=1452761> (last visited: 2013.03.02). 特別說明，作者原文係提出三個問題，惟第三個問題涉及是否適宜以聯邦法律管制公司治理事項，與本文論述較無關聯，故略述之。

³² See *id.* (citing House Report 110088).

³³ See *id.*

³⁴ See Arthur R. Pinto, *An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations*, 58 AM. J. COMP. L. 257, 266 (2010); Martin Lipton & Jay W. Lorsch, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, 48 BUS. LAW. 59, 66 (1992).

董事實質獨立性備受質疑，如執行長可能透過其影響力提名其喜愛之獨立董事³⁵，或提名其友人及舊識。甚而於任職後，獨立董事更可能不積極對執行長行使監督權，而渴望再度獲得提名之機會³⁶。

2. 反對說

反對見解則認為，執行長近年來薪水倍數成長乃歸功於公司資本擴張之賜，亦即股東相對富有時，自然能以較優厚報酬聘請執行長³⁷。另外有研究就執行長薪資與他種類專業人士（如基金經理人、投資銀行主管、律師事務所合夥人、知名運動員等）之薪資比較，研究發現他種類專業人士薪資也在近期大幅增長，與執行長之薪資膨脹速度相當一致，因而推論執行長薪資快速成長之現象僅為市場反應對其專業度價值之提升而已，無過度或不當增加之問題，

³⁵ See William T. Allen, *Independent Directors In MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?*, 45 BUS. LAW. 2055, 2057 (1990); Stephen M. Bainbridge, *Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project*, 61 GEO. WASH. L. REV. 1034, 1059 (1993).

³⁶ See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STAN. L. REV. 863, 874-75 (1994). 亦有研究發現，自美國交易所於2003年強制要求設置獨立董事與相關委員會以來，並未有效降低上市公司之經營報酬。惟此結果非當然可解釋為董事會對執行長無法有效監督，執行長報酬事項並非董事會監督優先項目則為可能之解釋之一。See Katherine Guthrie, Jan Sokolowsky & Kam-Ming Wan, *CEO Compensation and Board Structure – Rejoinder*, available at <http://ssrn.com/abstract=2084630> (last visited: 2013.03.02).

³⁷ 根據學者研究指出，美國執行長報酬雖自1980年至2003年成長6倍，但公司之市場資本同時成長6倍之多，即足以解釋執行長報酬成長之原因（“the sixfold increase of U.S. CEO pay between 1980 and 2003 can be fully attributed to the sixfold increase in market capitalization of large companies during that period.”）。See Xavier Gabaix & Augustin Landier, *Why Has CEO Pay Increased So Much?*, 123 Q. J. ECON. 49 (2008).

也無從解釋此現象乃源於執行長不當運用對董事會之影響力³⁸。

理論上，執行長是否不當受領高薪，並非單純以經營報酬與公司績效之連動即可評判，通常亦須涉及其提供之服務是否對公司有相等之「價值」³⁹。為能明確衡量此等「價值」，股東通常須瞭解公司之利基（Value Drivers）何在、執行長對該利基之貢獻程度、與執行長所創造之利益應以何種比例妥適分配以作為其報酬等⁴⁰。不過雖然前開問題概念上甚為清楚，實際操作卻難有一定準則⁴¹。質言之，報酬與績效之連動為薪資報酬制度所欲追求之核心目標⁴²。由此可推知，經營報酬＝經營績效×（函數）⁴³。一般通認評量經營績效可以用「股東總回報」（Total Shareholder Return）為計算基礎⁴⁴，但對於經營報酬部分則未形成通用定義。尤其當涉及與經營者長期的股權誘因時應如何評價（如股份選擇權），實務作法不一。如此也造成實務上就報酬與績效分析（Pay for Performance Analysis）評量之紊亂情形，套用不同之報酬定義將難有明確之比較基礎，致使股東甚難作出判斷⁴⁵。

³⁸ See Steven N. Kaplan & Joshua Rauh, *Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?*, 23 REV. FIN. STUD. 1004 (2010).

³⁹ See David F. Larcker & Brian Tayan, *What is CEO Talent Worth?*, 2, available at <http://ssrn.com/abstract=1991251> (last visited: 2013.03.02).

⁴⁰ *Id.*

⁴¹ *Id.*

⁴² See Robin A. Ferracone, *What Works Best in Pay for Performance Analysis*, available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/12/27/what-works-best-in-pay-for-performance-analysis/#more-37851> (last visited: 2013.03.02).

⁴³ 函數數值理論上將取決公司經營者對於公司績效之貢獻程度而定，若貢獻程度大則越高、反之則越低。合理數值見仁見智，並未有絕對答案。

⁴⁴ 股東總回報＝（期末股票價格－期初股票價格＋股息）／（期初股票價格）。

⁴⁵ See Ferracone, *supra* note 42.

再有學者指出，不論是在存有控制股東之公司或股權分散之公司，經營報酬政策通常不會存在重大差異，亦可作為反對執行長對董事會具控制權而獲取超額報酬之論證⁴⁶。申言之，當公司存有控制股東時，其將不容執行長獲取超額報酬而壓榨其獲利。當控制股東仍願給予執行長高額報酬時，原因自然係其需仰賴執行長之經營專才之故⁴⁷。實務上，不論是否存有控制股東公司之經營報酬均極為相似，如此無法支持經營報酬高度成長係基於執行長對董事會之控制力而來，亦即，事實上根本不存在經營者不當受領高薪之問題。總言之，反對見解認為，執行長受領高薪乃係市場法則運作下之結果，其薪資反應其執行長之職務所需之專業與時間而已⁴⁸。

(二)問題二：Say-on-pay制度是否為解決經營者受領超額報酬之有效方式？

1. 肯定說

第二個問題為，Say-on-pay制度是否為解決經營者受領超額報酬之有效方式？贊成意見已如前述，股東表示不同意見傳達予公司，能促使董事會就既有報酬政策與措施加以修正與調整，使報酬與績效連動更為緊密，藉此達到降低代理成本之效果。而事實上的確有許多董事會於其經營決定遭股東會否定後，作出既有政策之修正。甚至，董事會為使其報酬決定能獲得股東同意，事先調整股東（尤指機構投資人）所接受之報酬政策，以避免將來得到否定表決所衍生之困擾，如董事聲譽受損，或是股東對董事以違反受任人義務提起訴訟。

⁴⁶ See Bainbridge, *supra* note 31, at 44.

⁴⁷ See *id.*

⁴⁸ See *id.*

2. 否定說

相反者，認為執行長未受有超額報酬意見之學者，自然將排斥Say-on-pay制度之引進。該派學者基本上不認為經營者受領超額報酬為實務普遍之現象，縱有，亦僅係個案存在。針對如此現象，透過揭露經營報酬即足以藉由市場力量改變董事會對執行長職位之浮濫定價（Mispricing）⁴⁹。退萬步言，縱承認經營者受領超額報酬為公司治理下之問題，反對意見指出，經營報酬決定亦屬公司經營之一環，本應為董事會職權與義務之範疇，若將董事與股東相較，董事顯然較有誘因制定良善之報酬決定。另衡量參與公司所須獲得資訊之成本與參與後所獲得之利益，多數股東將理性忽略（Rational Apathy）而無誘因參與公司經營。且各股東取得資訊程度可能不一，將難有效率地取得共識。因此股東將不會、也不適合參與公司經營報酬之決定。再者，由董事會決定經營報酬不但能集中事權，且各董事立於相對資訊平等之地位，並以小型會議討論作出決定，能較有效率達到共識⁵⁰。

若從權責分配角度觀察，賦予股東就經營報酬表決，不但侵蝕董事會權限，更將造成公司難以追究董事責任之疑慮⁵¹。換言之，一旦經營報酬議案獲得多數股東支持，似能謂該議案符合股東之利益，而可能提供董事會事後免除責任之理由。惟將來若發覺經營報酬安排不妥時，事後即難追究作成此決定董事之責任。職是之故，祇要經營報酬議案能順利通過股東表決，董事即使予經營者過度報酬則無懼於事後追究，如此造成其將免責之結果恐將影響其替股東

⁴⁹ See Larcker & Tayan, *supra* note 21, at 1.

⁵⁰ See Bainbridge, *supra* note 31, at 47.

⁵¹ See generally Minor Myers, *Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, 36 DEL. J. CORP. L. 417, 419-21 (2011).

利益把關、適度決定經營報酬之誘因。

另外，表決報酬投票性質上屬於事先投票（Ex Ante Voting），發生於公司與經營者就報酬事項作出協商後與經營者履行其義務前之期間⁵²。在經營者未完成義務前，如何評判董事會之經營報酬決定為不妥，或是報酬是否與績效連結，則成為問題。再者，股東與董事間存有極大資訊不對稱之情形，若未有充分資訊揭露下，股東甚難有信心挑戰董事會之判斷與決定，畢竟董事對於公司實際業務運作、產業榮景與經營者努力與否等事項均較股東為熟悉，如此，股東何以能挑戰並指摘董事會決定之不當。縱使或可透過揭露制度、顧問公司之報告或媒體披露等機制之協助能大幅降低股東與董事間之資訊不對稱問題，進而使股東更有誘因與信心為否定之表態。即使如此，董事會仍能透過一些策略性之行為，如改變公司經營策略，再使股東陷於資訊不足之窘境而難以挑戰其經營報酬決定⁵³。因此，於一般情形，股東甚難有堅強理由否定董事會之決定，從而傾向支持與尊重董事會之判斷，如此操作結果與Say-on-pay制度引進之原意，即有相當出入。

（三）小 結

綜上，關於近年經營報酬快速成長之現象，大致上學說上可分為二不同觀點：效率契約觀點（Efficient Contracting）與經營威權觀點（Managerial Power）⁵⁴。持效率契約觀點之學者，主要認為現行報酬水準乃市場反應經營者專業之供需平衡點，且該報酬乃為

⁵² See *id.* at 449-50.

⁵³ See *id.* at 452-56.

⁵⁴ Kevin J. Murphy, *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, available at <http://ssrn.com/abstract=2041679> (last visited: 2013.03.02).

提供經營者極大化公司價值之誘因⁵⁵，實際上經營者受領正當、無過度之報酬⁵⁶。經營威權觀點則認為高度增長之經營報酬並非市場自然運作下之結果，而係執行長運用其對董事會之影響力所致⁵⁷，並認為此問題已成為實務普遍之現象⁵⁸。可惜者是，上述兩派觀點至今似乎無法取得共識，也各有理論上、實證上研究之支持，乃至僵持不下。而此學說之爭議短期內似乎將無法順利獲得最終解答⁵⁹。

雖然上述二觀點皆無法提出令人完全信服之論述，惟在近期社會貧富差距持續擴大、二〇〇八年末爆發金融風暴，大眾漸生仇富之氛圍下，由於民氣可用，經營威權觀點之推動可說是順勢而為，易獲得多數人之認同。日後「占領華爾街」(Occupy Wall Street)運動於全美遍地開花，也能證實為數甚多之民眾期待政府對富人進行改革之殷切期盼。迫於選民之壓力，美國國會通過一連串之金融改革法案，而Say-on-pay制度似乎為「不得不然」之選擇。另Say-on-pay制度乃濫觴於英國，因此英國執法經驗自成為美國當時思考是否引進該制度之重要參考。其中John Coates教授於立法聽證會中表示，Say-on-pay制度對於英國公司治理有正面積極之作用。其更進一步陳述，即使英、美兩國制度不同，但就既有文獻資料言，無法推論出此一良好制度無法於美國妥善施行⁶⁰。基於此等陳述，國

⁵⁵ *Id.*

⁵⁶ Steven N. Kaplan, *Executive Compensation and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges*, available at <http://ssrn.com/abstract=2147105> (last visited: 2013.03.02).

⁵⁷ See Murphy, *supra* note 54.

⁵⁸ For general discussion, see LUCIAN BEBCHUK & JESSE FRIED, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION* (2006).

⁵⁹ See Murphy, *supra* note 54.

⁶⁰ See Thomas, Palmiter & Cotter, *supra* note 5, at 1227 (citing Professor John

會自然傾向以引進Say-on-pay制度，祈望能使經營報酬更具公平性，藉此平息眾多選民之怒火。

事實上，Say-on-pay制度之發源地英國近期更著手進一步賦予股東更強之力量。英國商業部長Vince Cable近期更提出修法議案，計畫給予股東對公司經營報酬政策拘束表決的權力，並要求公司須取得百分之七十五股東表決權同意。同時，並思考要求「追回條款」(Clawback Clause)置入報酬契約，因此公司若經營不佳，可追回報酬⁶¹。該提案之表決並非否決過去經營報酬決定，而是對未來經營報酬政策表示看法，該政策包括如何衡量經營績效與報酬數額⁶²。由此推知，股東參與公司經營報酬決定仍將持續發展，相關法制演進仍值得吾等後續觀察。

四、美國實施Say-on-pay之現況與問題

(一)投資人顧問機構之強大影響力

截至二〇一二年底，Dodd-Frank法案之強制Say-on-pay制度已進行兩年。絕大多數公司已取得股東支持⁶³。在此同時，投資顧問機構如ISS發揮相當重要之影響力，其建議將左右股東投支持或反

Coates's testimony at a hearing of the Senate committee).

61 DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, GOVERNMENT ACTION ON EXECUTIVE PAY, available at <http://www.bis.gov.uk/news/topstories/2012/Jan/government-action-on-executive-pay> (last visited: 2013.03.02).

62 John Olson, *Transforming Executive Pay in the UK*, available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/02/23/transforming-executive-pay-in-the-uk/#11> (last visited: 2013.03.02).

63 2012年為例，僅53間Russell 3000公司(2.6%)未取得股東同意。See Martin Lipton, *Some Thoughts for Boards of Directors in 2013*, available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/12/31/some-thoughts-for-boards-of-directors-in-2013/#more-38035> (last visited: 2013.03.02).

對票之關鍵。雖然董事決定經營報酬應重視誘因設計激勵（Incentivize）經營者追求增加公司長期價值，惟實際操作上，為免遭受否定投票，董事會亦可能僵化地採取ISS之審查守則，以求得股東同意，而忽略發展對公司較佳之報酬政策⁶⁴。如此結果似乎與立法原意不盡相符。

(二) Say-on-pay制度之不完美

應注意者，Say-on-pay制度非能在所有情形協助股東正確評估經營者報酬之合理性。例如，公司績效不佳乃因所處產業景氣影響，並非經營者未竭盡心力所致；而對於身處高獲利的公司股東而言，公司經營者報酬是否合宜根本無關緊要。因此，該制度容易引來是否能真正發揮預期功能之質疑⁶⁵。再者，促使股東介入經營者報酬決定間接地使經營者責任的界線模糊不清，對公司亦恐招來不利影響⁶⁶。

(三) 股東訴訟之疑慮

另外，Say-on-pay制度於美國實務已造成某些公司經營之困擾。詳言之，若經營報酬未於股東會獲支持時，公司股東「可能」以董事會違反受任人義務提起「代表訴訟」（Derivative Suit）。尤其是當經營者報酬與董事有利益衝突關係，浮濫的報酬更易引來董事違反「忠實義務」（Duty of Loyalty）的質疑。

二〇一〇年的「辛辛那提貝爾」（Cincinnati Bell）案即為一例。該公司給予經營者四佰萬美元紅利與四佰五十萬美元薪資，但

⁶⁴ *Id.*

⁶⁵ See Andrew C. W. Lund, *Say on Pay's Bundling Problems*, 99 KY. L.J. 119, 119 (2011).

⁶⁶ See Myers, *supra* note 51, at 417.

公司同年純收益較去年減少六仟一佰三十萬美元，該經營報酬決定旋即於該年股東會遭持股百分六十六之股東反對，股東會後即有股東提起代表訴訟主張公司董事決議過高報酬係違反忠實義務⁶⁷。初審法院認為依原告主張，被告董事於公司虧損時通過高額報酬已違反公司之「報酬與績效政策」（Pay-for-performance），且股東對報酬決定所為之「負面表決」提供「直接且具證明力」（Direct and Probative）之證據，從而能認定該報酬決定並非基於股東「最佳利益」（Best Interest）。基此，法院同意原告股東豁免向董事會為起訴請求，允許訴訟續行⁶⁸。從辛辛那提貝爾案判決推論，經營報酬若未得多數持股股東支持，董事被訴風險即大增，而此影響至為鉅大。蓋經營判斷原則為董事為商業決定的保護傘，此保護一

⁶⁷ See Lisa Fairfax, *Another Say on Pay Update*, available at <http://www.Theconglomerate.org/2011/09/another-say-on-pay-update.html> (last visited: 2013.03.02).

⁶⁸ 依美國法，董事會對於經營報酬的決定應受經營判斷原則之保護。因此若股東認為董事會輕率決定給予經營階層報酬浮濫而違反其受任人義務，由於股東未因該決定直接受損害，因此股東僅能代公司主張代表訴訟回復公司權益。若依德拉瓦（Delaware）州法，起訴股東於提起代表訴訟前除非有「請求無益」（Demand Futility）的情形，皆須先向董事會請求對特定董事訴訟。董事會對於股東請求可決定逕行起訴或拒絕股東請求。若請求股東認為董事會拒絕請求之決定係屬錯誤，仍得逕自提起代表訴訟。惟此時起訴股東須證明董事會拒絕起訴的決定係屬錯誤（Wrongful Refusal）。由於董事會所作的商業決定多屬經營判斷原則保護的範疇，起訴股東挑戰董事會決定的難度甚高。因此實務上欲提起代表訴訟之股東多會選擇不向董事會為請求，反而逕行提起訴訟並主張請求無益，一旦能向法院釋明請求無益，即能合法續行代表訴訟。目前美國多數州採德拉瓦州法院建立之「雙叉測試」（Two-Prong Test）（又稱Aronson Test），如起訴原告能對：一、過半數董事對系爭訴訟請求並無利害關係（Disinterested）與獨立性（Independent）；就系爭交易得否受經營判斷原則保護，提出「合理懷疑」（Reasonable Doubt）時，請求即得豁免。詳細說明，可參閱周振鋒，論股東代表訴訟的變革方向——以美國法為研析基礎，政大法學評論，115期，頁260-265，2010年6月。

除，被告董事進入冗長的實體審判程序，當事人（董事與公司）為求免除將來龐大的訴訟支出，常以和解收場。這也造成有心人士的可趁之機，訴訟濫用的可能性隨之增加⁶⁹。

觀諸目前司法實務，如辛辛那提貝爾案股東成功突破經營判斷原則高牆之原告並不多，目前美國多數法院仍認為負面表決不足以構成推翻經營判斷原則。但原告（與其律師）近期更另闢蹊徑，於股東會開會前主張開會通知中對報酬政策之陳述乃誤導（Misleading）或不完全（Incomplete），而向法院聲請假處分禁止股東就經營報酬表決，藉此逼迫公司與其和解⁷⁰。雖然為求避免訴訟，公司通常將參酌證管會之準則與同業標準揭露重要資訊，但仍無法全然避免被訴之命運。如二〇一二年十一月微軟公司（Microsoft）將召開股東會Say-on-pay表決之際，股東起訴主張公司揭露之資料係屬誤導與不完整，因而請求法院裁定假處分暫停表決⁷¹。就有股東起訴主張觀察，認為要求揭露範圍實過多⁷²。因此有質疑，不論公司提供資料是否充分，股東仍能起訴主張公司應提供更多資料，如此實際操作下等同無限制，造成公司極度困擾⁷³。即使強制公司為表決報酬與揭露經營報酬資訊之要求，可能淪為股東提起無謂訴訟（Frivolous Lawsuits），甚至變質成不肖人士勒索

⁶⁹ 反之，美國聯邦地方法院在Plumbers Local No. 137 Pension Fund v. Davis, Civ. No. 03:11-633-AC (Jan. 11, 2012) 認為原告若僅主張否定表決（Negative Say-on-pay）並不足以推翻經營判斷原則對董事的保護，而駁回原告訴訟。由於此爭議茲事體大，未來相似案例是否如此判斷，值得後續觀察。

⁷⁰ See David F. Larcker & Brian Tayan, *Shareholder Lawsuits: Where is the Line between Legitimate and Frivolous?*, available at <http://ssrn.com/abstract=2181158> (last visited: 2013.03.02).

⁷¹ *Id.*

⁷² *Id.*

⁷³ *Id.*

公司之工具，實質導致公司資訊揭露成本與法律風險大增，但同時也迫使董事會將來更重視其所揭露資料之完整與確實。由於Say-on-pay制度目前施行未久，法院仍對該制所引生之股東訴訟之容許性仍未有明確看法，後續發展仍值得吾人持續關注。

參、我國經營報酬決定機制與Say-on-pay制度引進之可行性分析

一、經營報酬之意義

依公司法第202條，我國董事會為公司之業務決定機關，董事一般仍被定位為法定必要之業務執行機關⁷⁴，其地位與美國大型公司之董事已成為監督者之角色有所不同⁷⁵。另我國公司董事身兼經理人職位並實際執行業務所在多有，尤其是大股東存在之公司，更可能形成所有者、董事長、經理人三位一體之現象⁷⁶，此時董事長權力極大，董事會與監察人常淪為其附庸⁷⁷。雖然企業經營與所有

⁷⁴ 參閱柯芳枝，公司法論（下），頁250-251，2011年2月，修訂8版。

⁷⁵ 美國法雖然亦明文定位董事會為業務經營機關（如德拉瓦州公司法第141(a)條：The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation），但實務多數大型公司董事會已不實際執行業務，至多制定公司主要業務方針。公司日常事務（Daily Affairs）與業務之處理，原則由經理人負責，董事會則轉型為監督者之角色，監督、考核經營階層的績效。

⁷⁶ 另據學者觀察，我國企業屬中小企業且有家族企業、股權集中等特性，縱使「有些公司雖聘請專業經理人擔任總經理，但授權不足或由家族成員擔任管理階層之情形仍屬普遍」。參見陳彥良，公司法的常與變，載：公司治理法制——公司內部機關組織職權論，頁24，2007年1月。

⁷⁷ 參見同前註，頁24-25。

分離近期多被強調，惟實務施行並非完全反應此概念⁷⁸。因此，即使公司法第8條將經理人列為公司負責人，惟多數情形，經營大權似乎掌握在董事手中（或支持其當選之大股東），就此而論，稱董事為公司經營者似更貼近現實。此外，經理人之任免與報酬應由董事會決議之，造成我國經理人性質上近似董事會轄下之業務執行輔助機關，與歐美國家執行長等高階經理人之地位，實難相互比擬⁷⁹。配合本文討論目的著重在有權經營者之報酬，因此本文就我國法部分所指之經營者專指董事而言，特此說明⁸⁰。

二、何機關有決定經營報酬之權限

我國公司法亦以董事為經營者為基礎作出經營報酬規範，依公司法第196條第1項規定：「董事之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定，不得事後追認」⁸¹。因此，若章程未規範董事報酬事項時，董事報酬即應由股東會議定之。且按法條文義，董事報酬應為股東會專屬權限，不得（空白）授權董事會決定⁸²，若股東會為此

⁷⁸ 參見王文字，公司法論，頁539-540，2008年9月，4版。

⁷⁹ 國內學者亦有指出英美法制下，經理人為公司組織之核心人物，似非輔佐業務執行機關（董事會）的輔助人地位而已，用以質疑我國經理人之角色定位。參見廖大穎，公司法原論，頁259，2012年8月，增訂6版。特別說明者，此論述乃指我國法制下常見普遍現象，非指所有公司經理人地位皆如此，實際情形仍視個別公司經營文化、股權結構而有所差異，特此指明。

⁸⁰ 惟在董事會已轉型為監督機關、經營階層以經理人為主之公司，則另當別論。以我國目前實務言，此情況仍不普遍。

⁸¹ 本條項於2009年1月修正時增訂「不得事後追認」，學者猜測增訂理由係為避免當大股東兼任董監事而能控制股東會時，藉此恣意給予高額報酬。惟學者同時指出，大股東仍可事前決議高額報酬，故本次增訂實益恐有限。參見林國全，2009年上半年公司法三次修正評析，台灣法學雜誌，137期，頁8，2009年10月1日。

⁸² 經濟部2004年經商字第09302005550號函釋：「按公司法第196條規定：『董

授權之決議應為無效⁸³。從而董事報酬決定須經由「章程規定」或「股東會議定」方法為之。實則，不論採以上何種方式，股東會皆有最終決定權，甚至可以議定董事報酬為零⁸⁴，也因為有公司法第196條規定，學者多認為我國對董事報酬決定採「股東會中心主義」⁸⁵。

以公司法第196條規定意旨觀察，股東會擁有董事報酬決定

事之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定』，是以，其未經章程訂明者，應由股東會議議定；倘未經章程訂明或股東會議定，而由董事會議決者，自為法所不許，且章程亦不得訂定董事之報酬授權董事會或董事長決之。」應注意者，雖然不能為無上限之授權，但若「公司章程經股東會決議，訂明全體董事及監察人之報酬，授權董事會議依同業通常水準支給議定，於法尚無不可」（經濟部2004年經商字第09302030870號函釋參照）。最高法院93年度台上字第1224號判決採相似見解，認為：「公司法第196條規定，董事之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定之，以避免董事利用其經營者之地位與權利，恣意索取高額報酬。為貫徹此一立法原旨，公司股東會固不得以決議將報酬額之決定委諸董事會定之，惟若僅將各個董事分配之報酬額委由董事會決之，並經公司股東會事後追認者，即非法所不許。」關於本判決之評析，可參見梁宇賢，公司股東會委由董事會決定各個董事分配之報酬額是否有效——評最高法院九十三年度台上字第一二二四號判決，月旦法學雜誌，121期，頁222-228，2005年6月。

⁸³ 惟若股東會決定最高額後，不妨委由董事會決定各個董事分配之報酬額。參見劉連煜，現代公司法，頁410，2012年9月，增訂8版。

⁸⁴ 參見黃虹霞，有權受盈餘分派之員工、股東及董監事之界定，萬國法律，114期，頁55，2000年12月。反對說法，參見王泰銓（王志誠修訂），公司法新論，頁468，2010年3月，修訂5版；曾宛如，股份有限公司經營者報酬結構之分析，載：公司管理與資本市場法制專論(一)，頁45，2007年10月，2版。亦有學者認為，董事雖為有給職，「但若章程訂明或由股東會議定董事不受領報酬而董事亦無異議者，則例外則為無償」。參見林國全，董事報酬請求權——評最高法院九十四年度台上第二三五〇號判決，月旦法學雜誌，135期，頁252，2006年8月。

⁸⁵ 參見郭大維，同註4，頁198；邵慶平，股東會與董事會的權限分配——對董事報酬決定權的觀察與分析，興大法學，1期，頁92，2007年5月。

權，不但能遏制董事會自訂浮濫的報酬（利益迴避功能），更能藉此促使董事竭盡心力且增進公司績效，並能懲罰績效不佳者（激勵與懲罰功能）⁸⁶。惟我國實務操作上並非完全順應如此意旨，依經濟部見解，公司法第196條之報酬，涵義僅指「董事為公司服務應得之酬金」，如按月受領之薪資，但不包括屬盈餘分派性質之酬勞。因此，實務上因董事地位而受領金錢之名目不勝枚舉，但須章程明定或股東會議定者，僅有「董事為公司服務應得之酬金」而已，不包括其他項目之金錢給付。是以，董事受領有業務費性質之「車馬費」，或以公司年度盈餘計算一定比例之董事「酬勞」，並不在公司法第196條規範之列，而此等金錢給付依公司法第202條，決定權應屬董事會所有⁸⁷。惟應強調者，董事「酬勞」雖屬董事會可決定之權限，惟實務上多以年度盈餘一定比例作為上限，董事會於章程授權範圍內，自可合法決定額度。但此限制並非法律加諸之限制，而係章程條款所致⁸⁸。惟此終究屬年度盈餘分派之範疇，故最終仍需依公司法第230條，得到股東會承認始生效力。雖說股東會對董事酬勞部分非無監督之可能，但實際操作上，因大股東與董事的關係緊密，加上股東利益分散、資訊不足等因素，此類盈餘分派議案大多能獲得通過，如此不免有掏空公司法第196條規定意旨之疑慮。更有甚者，即便是性質屬董事「報酬」之給付，現行實務見解認為只要公司章程或股東會決定一定限制，依法可授權董事會

⁸⁶ 報酬與績效連結亦為我國法追求之目標，相關討論可參見張心悌，從報酬與績效連結之觀點探討董事報酬之設計，月旦法學雜誌，147期，頁121-141，2007年8月。該文作者建議應該開放公司得以股權報酬方式作為董事報酬結構，透過董事持股與股東利益相連結。

⁸⁷ 應說明者，業務費通常不須章程規定、亦無須股東會決議，而依公司內部辦法支領即可（視金額或需董事會決議）。

⁸⁸ 參見王文宇，同註78，頁541-542。

議依同業通常水準支給議定，董事會即可取得股東會的專屬權限⁸⁹，因此國內有學者認為在如此情形下，董事報酬實質上較偏向「董事會中心主義」⁹⁰。

總言之，公司法乍看對董事「報酬」形式上採嚴格之「股東會中心主義」，但若是實際上董事「酬勞」遠超越董事「報酬」，或有前揭授權董事會決定「報酬」等場合，實質上恐較偏向「董事會中心主義」，如此是否仍合公司法第196條之立法原意，值得思考。另值得說明者，若上市、上櫃公司依證交法第14條之6設置薪資報酬委員會者⁹¹，公司內部之權力結構並未改變，蓋因委員會所作成之決定對董事會充其量僅有建議性質而已⁹²。因此，薪資報酬委員會之設置，就公司法前揭經營報酬之決定權分配，並未有根本性之改變。

89 如台灣積體電路製造股份有限公司章程第28條：「董事長、副董事長及董事之報酬，依其對本公司營運參與之程度及貢獻之價值，並參酌國內外業界水準，授權由董事會議定之。」

90 參見邵慶平，同註85，頁105-107。另有學者認為公司法僅規定董事報酬之「決定」為股東會專屬決議事項，而不包括「分配」。參見王文宇，同註78，頁542。

91 證交法第14條之6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酬委員會；其成員專業資格、所定職權之行使及相關事項之辦法，由主管機關定之。前項薪資報酬應包括董事、監察人及經理人之薪資、股票選擇權與其他具有實質獎勵之措施。」

92 但將提高董事會不完全採納委員會建議時之決議門檻，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條第1項：「薪資報酬委員會應以善良管理人之注意，忠實履行下列職權，並將所提建議提交董事會討論。」第5項：「董事會不採納或修正薪資報酬委員會之建議，應由全體董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之同意行之，並於決議中依前項綜合考量及具體說明通過之薪資報酬有無優於薪資報酬委員會之建議。」

綜合前述，在我國法制下，因為給付董事金錢名目為報酬或酬勞之不同而有不同處理方式與議決機關，理論上似無堅強基礎。倘以貫徹公司法第196條之意旨出發，似乎所有（不包括車馬費等業務執行費用支出）向董事給付之金額均須股東會決定或章程授權，始具正當性，而不應硬性區分「報酬」與「酬勞」⁹³，決定是否有公司法第196條之適用⁹⁴。惟如前述，不論係「報酬」與「酬勞」

⁹³ 另有質疑表面上報酬範圍定義雖然明確，但由於董事受領金額或利益名目或內容可能五花八門，是否個案上均能以「報酬」、「酬勞」作出清楚區分，仍有疑問。參見陳文智，日本董監事報酬規範之最近動向——兼論我國董監事報酬規範之問題點，萬國法律，147期，頁63-64，2006年6月。

⁹⁴ 學者亦有同意區分給付內容不妥。參見曾宛如，2010年公司與證券交易法發展回顧，國立臺灣大學法學論叢，40卷特刊，頁1886，2011年10月。另有認為區分報酬與酬勞不妥，主張公司提供董事之財務利益，不論名稱為何，均屬報酬之範疇而應受公司法第196條之拘束。參見游啓璋，口袋乾坤大：論董事監察人之酬勞，月旦法學雜誌，137期，頁173-187，2006年10月。實務上，亦有判決採相似見解，使董事受領之金錢給付統一回歸章程或股東會決定。如臺灣臺南地方法院100年度訴字第10號判決略稱：「董監事與公司之法律關係既為一特殊委任契約關係，而董監事之酬勞既係本於董事、監察人之身分而受領，則董監事酬勞之諸端各節，自亦構成董監事與公司契約內容之一環。而公司法第196條第1項法文雖以『報酬』稱之，但其考量『董監事實際負責經營處理公司事務，為免董監事利用其經營地位與權利，恣意索取高額報酬』之立法意旨，於董監酬勞之分配，亦存在相同之規制誘因。是『報酬』固應解為處理委任事務之對價，然則『酬勞』非不可以額外之報酬視之，自應以之為報酬之一部，而為廣義報酬之範圍。準此，董監酬勞應有公司法第196條有關報酬規範之適用。」本見解上訴時更得到高等法院之認同，並認為經濟部區分「報酬」與「酬勞」之見解不可採。參照臺灣高等法院臺南分院100年度上易字第280號判決：「而公司法第196條第1項法文雖以『報酬』稱之，但其考量『董監事實際負責經營處理公司事務，為免董監事利用其經營地位與權利，恣意索取高額報酬』之立法意旨，於董監酬勞之分配，亦存在相同之規制誘因。是以『報酬』固應解為處理委任事務之對價，然則『酬勞』同可解為『酬其辛勞』、『酬其勞務』之謂，非不可以額外之報酬視之，亦應以之為報酬之一部，而為廣義報酬之範圍。執此以觀，董監酬勞自應適用公司法第

法理上皆能取得股東授權，且如此見解目前執行結果，尚無窒礙難行之處，故沿用至今。

三、初探引進Say-on-pay制度

董事報酬（或其他金錢給付）究竟要交由董事會或股東會決定，學理上爭論頗多，恐難達成一致共識。至少本文認為，股東會由於性質上不宜、也無法針對董事或其他高階經營人的報酬個別議定，畢竟其中牽涉太多用人專業考量，如由股東會片面決定經營報酬（或其他金錢給付）並不妥當，再加上股東間形成一致共識亦不容易。至此，交由股東會決定應非有效率的方法⁹⁵。

以現行法而言，章程授權董事會決定董事報酬似乎較為可行，不但能避免股東會集體決定之困難，亦能保留運用彈性。問題是，章程授權董事會決定後，是否意謂股東或股東會即毫無置喙餘地？理論上，董事決定自身報酬具相當利益衝突，代理成本極高，故應有相當管控機制為妥⁹⁶。雖如前述，董事報酬、甚至董事酬勞雖皆能追溯章程授權、股東會承認，但基於某些實際因素，股東或股東

196條有關報酬之規範，應可認定。至經濟部函釋認為：「所謂『董事之報酬』，係指董事為公司服務應得之酬金而言」（以下略）等語，雖已述明董監酬勞為盈餘分配項目，但其認為董監酬勞無公司法第196條之適用，究之似已混淆董監酬勞之資金來源與董監酬勞之本質問題，尚不可採。」

⁹⁵ 國內學說上亦有基於股東會的本質，認為股東會並不適合作為「董事報酬」或對董事其他金錢給付的議定機關。詳細說明可參見邵慶平，同註85，頁98-100。另有學者指出，董事報酬事項在股東會短短之開會時間，往往難作充分之討論。參見梁宇賢，公司法論，頁432，2007年9月，修訂6版。尤其，董事報酬常涉及如何衡量董事經營績效與報酬績效間轉換比率之專業考量，股東通常難於股東會表決時作出評斷。

⁹⁶ 公司法第196條制定原意本係為解決董事自己決定報酬之利益衝突情形，故規定須由章程或股東會決定。參見廖大穎，同註79，頁245。惟本條實務操作結果，與立法原意似有相當距離。

會恐無法有效監督。實際上，不但股東對公司經營報酬政策多不甚瞭解，公司也無主動揭露之誘因。另一方面，我國公開發行公司普遍由眾多散戶股東組成，除有缺乏專業疑慮外，亦無誘因檢討經營報酬合理性。在有控制股東存在之公司，少數股東更無成功挑戰經營報酬合理性之空間。簡言之，雖我國經營報酬法制有著濃厚的「股東會中心主義」色彩，惟實質上，不但極可能偏向「董事會中心主義」，且可能無妥適的監督措施存在。

承上，現行制度操作下，有可能產生董事報酬偏移「董事會中心主義」而無法監督之窘境。而Say-on-pay制度即是在「董事會中心主義」下之產物，目的在給予股東就經營報酬合理性一個發聲機會，因此Say-on-pay制度或許提供公司法另一個選擇。詳言之，若引進Say-on-pay制度，董事會在章程授權範圍內得決定合理之經營報酬，股東會無庸介入個別或總體董事報酬之議定⁹⁷，但公司經營報酬政策仍可定期受到股東會的檢視，達到減低代理成本之作用。尤其是，Say-on-pay制度著重投票前之資訊揭露，若能完全整套引進，更能解決股東資訊不足之現狀。

雖然Say-on-pay有如此功能，本文基於以下二點分析，認我國現行法制暫無引進Say-on-pay制度之理由。

(一)我國法制形式上仍為「股東會中心主義」

Say-on-pay制度現為西方各國用以解決代理成本的新制度，值得深思該制度是否能引進我國，但本文認為，此前提應先確定我國法就董事報酬改採「董事會中心主義」。誠如學者指出，在「股東會中心主義」下，股東對董事報酬有最終決定權，無須有Say-on-

⁹⁷ 或者說，此時區分「報酬」與「酬勞」已不具重要實益。

pay制度（即股東諮詢性投票）⁹⁸。申言之，美國董事會定位已從業務執行機關，轉變為監督機關，為使股東瞭解董事會有無善盡注意義務、監督經營者（執行長），故設有Say-on-pay制度，以促成董事會與股東就報酬政策形成最大公約數。亦即，利用定期資訊揭露與股東事後表決，促使董事會盡監督之能事，運用最佳報酬政策獎善罰惡，為公司創造最大利益。

如前所述，雖董事會在特定情形享有報酬決定權，即董事會得基於章程授權，依同業標準決定「報酬」，並可決定「酬勞」。惟縱使現行實務朝「董事會中心主義」偏移後，董事會決定報酬或酬勞（除業務費外之金錢給付）時，法理上仍可追溯到股東會之授權（不論為章程規定、股東會決議、甚至屬於年度盈餘之酬勞），縱公司已依證交法規定設置薪資報酬委員會亦同⁹⁹。現行公司法第196條仍維持「股東會中心主義」之基調。既然如此，理論上再賦予股東會另外之表決，似乎多此一舉。

惟如前所述，章程授權董事會決定董事「報酬」與「酬勞」等場合，縱使股東會最後仍有機會表決（如承認年度盈餘分派議案），但以此種表決挾帶經營報酬方式，與股東會專就經營報酬表決提案而為表決之慎重度，顯然有所落差。董事報酬包裹地隱藏於議案中而未有詳細且獨立的說明，股東通常無法有效加以監督。因此，雖然經營報酬形式上為「股東會中心主義」，在特定情形下實已成為「董事會中心主義」。而完整資訊為股東作出理性判斷之前

⁹⁸ 學者同時指出，藉由股東提案權，可使股東對（獨立）董事報酬之監控發揮一定程度之影響。參見郭大維，同註11，頁29。

⁹⁹ 亦即，當章程授權董事會依同業通常標準支給，薪資報酬委員會之建議經董事會通過，即為最終決定；若章程未授權者，仍應回歸公司法第196條規定，以股東會決議為最終決定。參見林國全，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。

提，現行法令無相關揭露義務，使得此種資訊不對稱問題益加嚴重。Say-on-pay制度另一功能在於完整的報酬資訊揭露。在公司法第196條之「股東會中心主義」仍存在之下，Say-on-pay制度似有疊床架屋之嫌，但仍可基於Say-on-pay制度之精神，引進完整資訊揭露配套等措施，補強現行規範上之不足。

(二)商業環境未有必要配套

由於大型公司股東人數多且分散，如何協助股東作成正確判斷，乃屬實行Say-on-pay制度之重要配套，蓋吾等斷不可能期待散戶股東有能力瞭解並分析公司經營報酬的合理性。因此，市場應存在此類資訊供散戶股東、甚至是法人股東為判斷依據¹⁰⁰。在美國，較為大型的機構投資人或許有能力且有誘因建立一套評估標準，用以判斷投資標的公司之報酬政策應給予贊成或反對。例如機構投資人「加州教師退休系統」(California State Teachers' Retirement System, CalSTRS)認為良好的經營報酬機制須具連結經營報酬與公司績效的功能。因此，其主張為衡量經營者報酬良窳，績效目標應予揭露且此目標須有助於追求公司長期價值。該投資人的投資標的中，於二〇一一年上半年共有2,166公司進行Say-on-pay表決，經分析後，該投資人對百分之七十七投資標的公司投下贊成票、百分之二十三投資標的公司投下反對票¹⁰¹。惟對大多數機構

¹⁰⁰ 在美國，機構投資人的崛起已改善以往股權分散的股東難以對抗經營者的劣勢。機構投資人對上市公司持股比例的自1970年的19%快速上升至2008年的50%。股東開始有誘因關心、甚至介入公司經營，促使近期股東行動主義 (shareholder activism) 的推展。See Schumpeter, *The Shackled Boss, the Economist*, available at <http://www.economist.com/node/21543117> (last visited: 2013. 03.02).

¹⁰¹ See Anne Sheehan, *Lessons Learned: The Inaugural Year of Say-on-Pay*, available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/02/22/lessons-learned-the-inaugural-year>

投資人言，其所投資之標的公司可能以數百、甚至數千計，縱使其已就合理經營報酬設下審查標準，逐一判斷標的公司之經營報酬之時間與金錢成本將至為鉅大，況且衡量經營報酬妥適與否通常涉及公司營運策略、經營者個人特質與產業狀況等複雜因素，此恐非機構投資人之所長，因此其即有誘因遵循其顧問公司（Proxy Advisory Firm）之建議，行使投票權¹⁰²。

在此環境下，目前美國市場上主要顧問公司為ISS與Glass, Lewis & Co.二間，提供機構投資人投票資訊與建議之服務，引導法人股東如何作出正確投票。有研究即從二〇一一年舉辦Say-on-pay投票之公司為實證分析，研究結果發現顧問公司之建議對於股東會報酬表決之結果（即肯定或否定標的公司經營報酬政策）有相當之影響¹⁰³。儘管如此，對絕大部分公司散戶股東而言，並無能力與誘因作此判斷，而我國證券市場仍以散戶為主¹⁰⁴，引入Say-on-pay制度勢必考量此點困難。尤其，Say-on-pay制度某程度可促使經營者非一味追求公司短期利益，而忽略長期利益之功能¹⁰⁵。惟在散戶股東眾多之股權結構中，我國公司經營者似不得不重視散戶股東所關心之短期利益。

-of-say-on-pay/ (last visited: 2013.03.02).

¹⁰² See David F. Larcker, Allan L. McCall & Gaizka Ormazabal, *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies*, 13, available at <http://ssrn.com/abstract=2101453> (last visited: 2013.03.02).

¹⁰³ See *id.* at 39.

¹⁰⁴ 以成交金額為統計基準，2010年自然人仍占68%之成交量。參見財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，台灣公司治理簡介，頁7，2011年11月。

¹⁰⁵ Usha Rodrigues, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 MINN. L. REV. 1822, 1843 (2011).

肆、未來展望——代結論

如本文前述，控管經營報酬為解決代理成本的重要手段之一，但偶會流於經營肥貓的溫床，侵害股東權益，妥適的經營報酬政策不但能直接激勵公司經營者重視公司績效，間接則對國家社會亦有相當重要的經濟貢獻。於今日經濟不景氣的年代，自改善公司治理的面向著手非但可與世界各國法制接軌，不失為具可行性之手段。Say-on-pay制度雖已為西方諸國解決經營報酬之代理成本之方法，惟目前我國是否有可配合之法制與商業環境，非無疑問。質言之，就法制言，我國公司法就經營報酬形式上採「股東會中心主義」；就商業環境言，我國多屬散戶性質之投資人，缺乏參與或關心公司事務之誘因，透過表決數據有時無法實際反應股東真正想法，另我國公司普遍缺乏強而有力之機構投資人引導議案表決，縱使公司報酬政策不佳，公司董事將無須面臨太多來自股東之壓力進行改革。因此本文認為，就我國目前法制與商業條件言，暫無引進Say-on-pay制度之理由。然而，如此結論當不意謂本文此時探討Say-on-pay制度即失意義。若將來一旦相關條件趨於成熟，且當國外法制經驗呈正面結果時，我國公司法即可開始考慮引進，甚至稍加調整成適合我國國情之Say-on-pay制度。現階段雖不宜全面引進英美法下之Say-on-pay制度，惟以該制於國外蓬勃發展結果觀之，全球公司治理將持續重視關於「資訊充分揭露」、「與股東溝通討論」、「股東參與」等理念與精神，而此些理念與精神仍可作為我國公司法往後進行其他公司治理改革之指導原則。

參考文獻

一、中文

1. 王文字，公司法論，4版，2008年9月。
Wang, Wen-Yeu, Gong Si Fa Lun, 4th ed., Sept., 2008.
Wang, Wen-Yeu, Corporation Law, 4th ed., Sept., 2008.
2. 王泰銓（王志誠修訂），公司法新論，修訂5版，2010年3月。
Wang, Tai-Chuan, (Wang, Chih-Cheng Xiu Ding), Gong Si Fa Xin Lun, 5th ed., Mar., 2010.
Wang, Tai-Chuan, Wang, Chih-Cheng Rev., Corporation Law, 5th ed., Mar., 2010.
3. 林國全，董事報酬請求權——評最高法院九十四年度台上第二三五〇號判決，月旦法學雜誌，135期，頁244-253，2006年8月。
Lin, Kuo-Chuan, Dong Shi Bao Chou Qing Qiu Quan——Ping Zui Gao Fa Yuan Jiu Shi Si Nian Du Tai Shang Di Er San Wu Ling Hao Pan Jue, Yue Dan Fa Xue Za Zhi, no. 135, pp. 244-253, Aug., 2006.
Lin, Kuo-Chuan, Directors' Right to Compensation: Comments on 94 Tai Shang Tzu 2350 Judgment of the Supreme Court, Taiwan Law Review, no. 135, pp. 244-253, Aug., 2006.
4. 林國全，2009年上半年公司法三次修正評析，台灣法學雜誌，137期，頁1-20，2009年10月。
Lin, Kuo-Chuan, 2009 Nian Shang Ban Nian Gong Si Fa San Ci Xiu Zheng Ping Xi, Tai Wan Fa Xue Za Zhi, no. 137, pp. 1-20, Oct., 2009.
Lin, Kuo-Chuan, Comments on Three Amendments to Company Act in Early 2009, Taiwan Law Journal, no. 137, pp. 1-20, Oct., 2009.
5. 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。
Lin, Kuo-Chuan, Cong Qiang Zhi She Zhi Xin Chou Wei Yuan Hui Tan Qi, Yue Dan Fa Xue Za Zhi, no. 202, pp. 22-37, Mar., 2012.

- Lin, Kuo-Chuan, A Study on Mandatory Compensation Committee, *Taiwan Law Review*, no. 202, pp. 22-37, Mar., 2012.
6. 周振鋒，論股東代表訴訟的變革方向——以美國法為研析基礎，*政大法學評論*，115期，頁243-308，2010年6月。
- Chou, Cheng-Fong, Lun Gu Dong Dai Biao Su Song De Bian Ge Fang Xiang——Yi Mei Guo Fa Wei Yan Xi Ji Chu, *Zheng Da Fa Xue Ping Lun*, no. 115, pp. 243-308, June, 2010.
- Chou, Cheng-Fong, On the Derivative Suit of Future Reform Based on the Perspective of U.S. Law, *Chengchi Law Review*, no. 115, pp. 243-308, June, 2010.
7. 邵慶平，股東會與董事會的權限分配——對董事報酬決定權的觀察與分析，*興大法學*，1期，頁77-141，2007年5月。
- Shao, Ching-Ping, Gu Dong Hui Yu Dong Shi Hui De Quan Xian Fen Pei——Dui Dong Shi Bao Chou Jue Ding Quan De Guan Cha Yu Fen Xi, *Xing Da Fa Xue*, no. 1, pp. 77-141, May, 2007.
- Shao, Ching-Ping, The Allocation of Powers Between Shareholders and Directors: The Observation and Analysis of the Rights of Directors' Compensation, *Chung-Hsing University Law Review*, no. 1, pp. 77-141, May, 2007.
8. 柯芳枝，*公司法論（下）*，修訂8版，2011年2月。
- Ke, Fang-Chih, *Gong Si Fa Lun (II)*, 8th ed., Feb., 2011.
- Ke, Fang-Chih, *Corporation Law II*, 8th ed., Feb., 2011.
9. 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，*台灣公司治理簡介*，2012年11月。
- Securities & Futures Institute, *Tai Wan Gong Si Zhi Li Jian Jie*, Nov., 2012.
- Securities & Futures Institute, *Corporate Governance in Taiwan*, Nov., 2012.
10. 張心悌，從報酬與績效連結之觀點探討董事報酬之設計，*月旦法學雜誌*，147期，頁121-141，2007年8月。
- Chang, Hsin-Ti, Cong Bao Chou Yu Ji Xiao Lian Jie Zhi Guan Dian Tan Tao Dong Shi Bao Chou Zhi She Ji, *Yue Dan Fa Xue Za Zhi*, no. 147, pp. 121-141, Aug., 2007.

- Chang, Hsin-Ti, The Analysis of Directors' Compensation From a Pay-for-Performance Perspective, *Taiwan Law Review*, no. 147, pp. 121-141, Aug., 2007.
11. 梁宇賢，公司股東會委由董事會決定各個董事分配之報酬額是否有效——評最高法院九十三年度台上字第一二二四號判決，*月旦法學雜誌*，121期，頁222-228，2005年6月。
- Liang, Yeu-Shyan, Gong Si Gu Dong Hui Wei You Dong Shi Hui Jue Ding Ge Ge Dong Shi Fen Pei Zhi Bao Chou E Shi Fou You Xiao——Ping Zui Gao Fa Yuan 93 Nian Du Tai Shang Zi Di 1224 Pan Jue, *Yue Dan Fa Xue Za Zhi*, no.121, pp. 222-228, June, 2005.
- Liang, Yeu-Shyan, Is it Legal that the Board of Directors Set Compensation for its Members With an Authorization of Shareholders' Meeting: Comments on 93 Tai Shang Tzu 1224 Judgment of the Supreme Court, *Taiwan Law Review*, no.121, pp. 222-228, June, 2005.
12. 梁宇賢，公司法論，修訂6版，2007年9月。
- Liang, Yeu-Shyan, *Gong Si Fa Lun*, 6th ed., Sept., 2007.
- Liang, Yeu-Shyan, *Corporation law*, 6th ed., Sept., 2007.
13. 郭大維，論董事報酬決定機制之建構——從最高法院九十八年度台上字第九三五號民事判決談起，*月旦法學雜誌*，198期，頁191-212，2011年11月。
- Guo, Da-Wei, Lun Dong Shi Bao Chou Jue Ding Ji Zhi Jian Gou Cong——Zui Gao Fa Yun Jiu Shi Ba Nian Du Tai Shang Zi Di Jiu San Wu Hao Min Shi Pan Jue Tan Qi, *Yue Dan Fa Xue Za Zhi*, no. 198, pp. 191-212, Nov., 2011.
- Guo, Da-Wei, On the Analysis of the Mechanism for Directors' Compensation: Comments on 98 Tai Shang Tzu 935 Civil Judgment of Supreme Court, *Taiwan Law Review*, no. 198, pp. 191-212, Nov., 2011.
14. 郭大維，我國公開發行公司獨立董事報酬之規範及實證研究，*東吳法律學報*，24卷2期，頁1-34，2012年10月。
- Guo, Da-Wei, Wo Guo Gong Kai Fa Xing Gong Si Du Li Dong Shi Bao Chou Zhi Gui Fan Ji Shi Zheng Yan Jiu, *Dong Wu Fa Lu Xue Bao*, vol. 24, no. 2, pp.1-34, Oct., 2012.
- Guo, Da-Wei, A Study on Regulation and Empirical Analysis of Independent Di-

- rectors Compensation Under the Public Issued Companies in Taiwan, *Soochow Law Review*, vol. 24, no. 2, pp.1-34, Oct., 2012.
15. 陳文智，日本董監事報酬規範之最近動向——兼論我國董監事報酬規範之問題點，*萬國法律*，147期，頁60-65，2006年6月。
- Chen, Wen-Chih, Ri Ben Dong Jian Shi Bao Chou Gui Fan Zhi Zui Jin Dong Xiang——Jian Lun Wo Guo Dong Jian Shi Bao Chou Gui Fan Zhi Wen Ti Dian, *Wan Guo Fa Lu*, no. 147, pp. 60-65, June, 2006.
- Chen, Wen-Chih, The Recent Trends Towards Compensation for Directors and Supervisors in Japan: Comparison With Issues Arose From Taiwan Law on Compensation of Directors and Supervisors, *Formosa Transnational Law Review*, no. 147, pp. 60-65, June, 2006.
16. 陳彥良，公司法的常與變，載：公司治法制——公司內部機關組織職權論，頁1-47，2007年1月。
- Chen, Yen-Liang, Gong Si Fa De Chang Yu Bian, in *Gong Si Zhi Li Fa Zhi——Gong Si Nei Bu Ji Guan Zu Zhi Zhi Guan Lun*, pp. 1-47, Jan., 2007.
- Chen, Yen-Liang, Consistence and Variation of Corporate Law, in *Law of Corporate Governance: Study on the Powers of Internal Organizations*, pp. 1-47, Jan., 2007.
17. 曾宛如，股份有限公司經營者報酬結構之分析，載：公司管理與資本市場法制專論(一)，2版，頁39-96，2007年10月。
- Tseng, Wang-Ru, Gu Fen You Xian Gong Si Jing Ying Zhe Bao Chou Jie Gou Zhi Fen Xi, in *Gong Si Guan Li Yu Zi Ben Shi Chang Fa Zhi Zhuan Lun (1)*, 2d ed., pp. 39-96, Oct., 2007.
- Tseng, Wang-Ru, The Analyses on the Structure of Executive Compensation, in *Corporate Management and Capital Market (I)*, 2d ed., pp. 39-96, Oct., 2007.
18. 曾宛如，2010年公司與證券交易法發展回顧，*國立臺灣大學法學論叢*，40卷特刊，頁1877-1906，2011年10月。
- Tseng, Wang-Ru, 2010 Nian Gong Si Yu Zheng Quan Jiao Yi Fa Fa Zhan Hui Gu, *Guo Li Tai Wan Da Xue Fa Xue Lun Cong*, no. 40, pp. 1877-1906, Oct., 2011.
- Tseng, Wang-Ru, Developments in the Law of Taiwan in 2010: Corporate Law

- and Securities Regulation, *National Taiwan University Law Journal*, no. 40, pp. 1877-1906, Oct., 2011.
19. 曾宛如，證券交易法之現狀與未來——期許建構體例完善的證券法規，*月旦法學雜誌*，217期，頁93-107，2013年6月。
- Tseng, Wang-Ru, *Zheng Quan Jiao Yi Fa Zhi Xian Zhuang Yu Wei Lai*——*Qi Xu Jian Gou Ti Li Wan Shan De Zheng Quan Fa Gui*, *Yue Dan Fa Xue Za Zhi*, no. 217, pp. 93-107, June, 2013.
- Tseng, Wang-Ru, *Now and Future of Securities Regulations: Expecting a Well-Developed Securities Regulations*, *Taiwan Law Review*, no. 217, pp. 93-107, June, 2013.
20. 游啟璋，口袋乾坤大：論董事監察人的酬勞，*月旦法學雜誌*，137期，頁173-187，2006年10月。
- Yu, Chi-Chang, *Kou Dai Qian Kun Da: Lun Dong Shi Jian Cha Ren De Chou Lao*, *Yue Dan Fa Xue Za Zhi*, no. 137, pp. 173-187, Oct., 2006.
- Yu, Chi-Chang, *The Big Pocket: On Directors' and Supervisors' Compensation*, *Taiwan Law Review*, no. 137, pp. 173-187, Oct., 2006.
21. 黃虹霞，有權受盈餘分派之員工、股東及董監事之界定，*萬國法律*，114期，頁54-58，2000年12月。
- Huang, Hong-Sia, *You Quan Shou Ying Yu Fen Pai Zhi Yuan Gong*, *Gu Dong Ji Dong Jian Shi Zhi Jie Ding*, *Wan Guo Fa Lu*, no. 114, pp. 54-58, Dec., 2000.
- Huang, Hong-Sia, *The Definition of the Surplus Distribution to the Entitled Employees, Shareholders, Directors and Supervisors*, *Formosa Transnational Law Review*, no. 114, pp. 54-58, Dec., 2000.
22. 黃銘傑，經營者支配與股東支配外的第三條路，載：於公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，頁33-85，2006年9月。
- Huang, Ming-Jie, *Jing Ying Zhe Zhi Pei Yu Gu Dong Zhi Pei Wai De Di San Tiao Lu*, in *Yu Gong Si Zhi Li Yu Qi Ye Jin Rong Fa Zhi Zhi Tiao Zhan Yu Xing Ge*, pp. 38-85, Sept., 2006.
- Huang, Ming-Jie, *The Third Path Besides Managers' and Shareholders' Control*, in *Challenges and Reforms on Corporate Governance and Finance*, pp. 33-85, Sept.,

2006.

23. 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。

Tsai, Chang-Hsien, Ping Wo Guo Qiang Zhi She Zhi Xin Chou Wei Yuan Hui Zhi Li Fa Zheng Ce——Cong Jing Ji Fen Xi Ji Mei Guo Jin Rong Gai Ge Fa Tan Qi, Zhong Yan Yuan Fa Xue Qi Kan, no. 11, pp. 249-340, Sept., 2012.

Tsai, Chang-Hsien, Comments On Mandatory Installment of Compensation Committees in Taiwan: Begin With Economic Analysis and American Financial Reform, Academia Sinica Law Journal, no. 11, pp. 249-340, Sept., 2012.

24. 廖大穎，公司法原論，增訂6版，2012年8月。

Liao, Ta-Ying, Gong Si Fa Yuan Lun, 6th ed., Aug., 2012.

Liao, Ta-Ying, Corporation Law, 6th ed., Aug., 2012.

25. 劉連煜，現代公司法，增訂8版，2012年9月。

Liu, Len-Yu, Xian Dai Gong Si Fa, 8th ed., Sept., 2012.

Liu, Len-Yu, Modern Corporate Law, 8th ed., Sept., 2012.

二、外 文

1. Allen, William T., *Independent Directors In MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?*, 45 BUS. LAW. 2055 (1990).
2. Bainbridge, Stephen M., *Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project*, 61 GEO. WASH. L. REV. 1034 (1993).
3. BEBCHUK, LUCIAN & FRIED, JESSE, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION (2006).
4. CAHN, ANDREAS & DONALD, DAVID C., COMPARATIVE COMPANY LAW—TEXT AND CASES ON THE LAWS GOVERNING CORPORATIONS IN GERMANY, THE UK AND THE USA (2010).
5. Ertimur, Yonca, Ferri, Fabrizio & Muslu, Volkan, *Shareholder Activism and CEO Pay*, 24 REV. FIN. STUD. 535 (2011).
6. Gabaix, Xavier & Landier, Augustin, *Why Has CEO Pay Increased So Much?*, 123

- Q. J. ECON. 49 (2008).
7. Gilson, Ronald J. & Kraakman, Reinier, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STAN. L. REV. 863 (1994).
 8. Gordon, Jeffery, *Say on Pay: Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, 46 HARV. J. ON. LEGIS. 323 (2009)
 9. Kahan, Marcel & Rock, Edward, *Embattled CEOs*, 88 TEX. L. REV. 987 (2010).
 10. Kaplan, Steven N. & Rauh, Joshua, *Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?*, 23 REV. FIN. STUD. 1004 (2010).
 11. Lipton, Martin & Lorsch, Jay W., *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, 48 BUS. LAW. 59 (1992).
 12. Lund, Andrew C. W., *Say on Pay's Bundling Problems*, 99 KY. L.J. 119 (2011).
 13. Myers, Minor, *Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, 36 DEL. J. CORP. L. 417 (2011).
 14. Pinto, Arthur R., *An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations*, 58 AM. J. COMP. L. 257 (2010).
 15. Rodrigues, Usha, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 MINN. L. REV. 1822 (2011).
 16. Thomas, Randall S. & Martin, Kenneth J., *The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation*, 67 U. CIN. L. REV. 1021 (1999).
 17. Thomas, Randall S., Palmiter, Alan R. & Cotter, James F., *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, 97 CORNELL L. REV. 1213 (2012).

Study on Say-on-pay in the U.S. and Its Workability in Taiwan

Cheng-Fong Chou^{*}

Abstract

Say-on-pay provides shareholders with an opportunity to express their voices on the appropriateness of the executive compensation practices of their invested companies. Under Say-on-pay, a company has obligations to disclose compensation-related information before annual meetings and shareholders can review the information, such as the amount of compensation, industry standard, company performance, working time and expertise of the executives into account and decide to vote “for” or “against” the company’s executive compensation practices. Since the invention of Say-on-pay in U.K., many countries such as Australia, Spain, Netherlands, Switzerland, Denmark and Norway have introduced such an institution as a good corporate governance practice. In 2010, by passing the “Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” the U.S. Congress also followed this trend and enacted Article 14A of the Securities Exchange Act of 1934 requesting reporting companies to have one Say-on-pay vote from shareholders at least every three years. As more and more countries have adopted Say-on-pay, no one can deny that the institution will play an

^{*} Assistant Professor of Law, Department of Law, National Chung-Cheng University
J.S.D, University of Illinois College of Law.

Received: March 3, 2013; accepted: September 26, 2013

important role in the context of global corporate governance. Thus, the Say-on-pay reforms around the world should draw our attention, and a comprehensive analysis of such an institution should be necessary for our policymakers who may consider introducing such an institution into Taiwan in the future. Thus, this paper provides such an analysis. In my conclusion, I argue that Say-on-pay may not fit in our governance system for several reasons. First, Say-on-pay would be unnecessary when a shareholders' meeting has the ultimate power to decide directors' compensation packages, as provided in Article 196 of the Taiwan Company Act. Second, without the presence of powerful institutional investors and professional proxy advisors in Taiwan, Say-on-pay is less likely to function well as it is expected in the U.S.

Keyword: Say-on-pay, Executive Compensation, Pay for Performance, Article 196 of Taiwan Company Act, Shareholder Primacy, Director Primacy, Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act