

ESG 連結經理人薪酬之研究

壹、	前言.....	1
貳、	ESG 連結薪酬與公司治理.....	2
一、	ESG 連結薪酬之概論.....	4
二、	ESG 連結薪酬之基礎論理.....	6
三、	ESG 連結薪酬的潛在問題.....	8
參、	ESG 連結經理人薪酬之實務概況.....	11
一、	一般性的 ESG 連結經理人薪酬政策.....	12
二、	ESG 連結限制員工權利新股.....	14
三、	小結：ESG 連結經理人薪酬政策實施的困境.....	17
肆、	現行經理人薪酬決定程序與揭露規定.....	18
一、	經理人薪酬決定程序.....	18
二、	經理人薪酬揭露規定.....	22
伍、	可能的解決策略.....	23
一、	薪酬委員會獨立性.....	24
二、	薪酬委員會之專業性.....	32
三、	Say on Pay.....	35
四、	薪酬揭露規定之檢討.....	38
陸、	結論.....	38

壹、前言

隨著全球暖化和社會不平等日益嚴重，ESG (Environment, Society, Governance) 成為許多公司的重要目標。股東至上的傳統觀點備受質疑，各國政府、公司和投資人開始提出具體作為落實 ESG。在諸多行動與倡議之中，經理人 (executive) 作為公司決策的關鍵人物，自然也被期待戮力實現公司永續發展的任務，因此外國許多企業紛紛以 ESG 成果指標作為經理人薪酬的決定因素¹。

然而，ESG 連結經理人薪酬並非沒有爭議。薪酬常涉及高價值之股份，但 ESG 成果指標卻常常欠缺可比較性或客觀性。因此，最常見的疑慮在於，ESG 連

¹ Emily Glazer & Theo Francis, *CEO Pay Increasingly Tied to Diversity Goals*, WALL ST. J. (June 2, 2021), <https://www.wsj.com/articles/ceos-pledged-to-increase-diversity-now-boards-are-holding-them-to-it-11622626380>.

結經理人薪酬是否淪為自肥工具，卻無法為企業或其利害關係人帶來正面影響²。另一方面，薪酬決策者是否有相關專業可制定有效之條件，亦是一大問題。

本文以二〇二二年公司治理評鑑結果前 5% 上市公司為範圍，查詢其二〇二二年年報與永續報告書，發現目前許多公司開始標榜其經理人之薪酬部分取決於 ESG 目標。另一方面，自二〇二一年起，少數我國企業開始嘗試將 ESG 成果指標連結限制員工權利新股，亦即將 ESG 考量納入長期激勵計畫，其中包含台灣積體電路製造股份有限公司（下稱「台積電」）、日月光投資控股股份有限公司（下稱「日月光」）和聯華電子（下稱「聯電」）三家企業。雖然此舉在我國仍屬萌芽階段，但二〇二四公司治理評鑑指標新增「公司是否揭露高階經理人薪資報酬與 ESG 相關績效評估連結之政策」，顯見我國政府也有意引導企業往此方向發展。在國際趨勢的推動、國內重要企業的嘗試以及公司治理評鑑指標的輕推下，可預期 ESG 連結薪酬成為公司治理的趨勢，因此產生深遠的影響。學者也呼籲我國主管機關和實務界及早因應³，是以本文擬著眼於此，研究 ESG 連結經理人薪酬對公司治理的影響，同時藉此機會檢討我國薪酬決定制度固有之問題，但 ESG 連結經理人薪酬是否有助於公司財務表現則非本文之焦點。

以下第貳部份介紹 ESG 連結薪酬之概況，並從理論切入，分析 ESG 連結薪酬是否能夠達成其目的以及可能的問題。第參部分針對我國上市櫃企業實施 ESG 連結經理人薪酬的狀況，分析現行實務運作的潛在弊端。第肆部分檢視現行的薪酬委員會規範與薪酬揭露規範是否足以因應 ESG 時代的新挑戰。若現行規範有所不足，第伍部分進一步討論如何從薪酬委員會獨立性、專業性、Say on Pay 及薪酬揭露增加 ESG 連結薪酬的正當性及有效性。最後，第陸部分總結本文之觀察與建議。

貳、ESG 連結薪酬與公司治理

公司目的之論辯可大別為兩大陣營，分別是股東優位主義（shareholderism）

² Patrick Temple-West & Eva Xiao, *Investors Warn 'Fluffy' ESG Metrics Are Being Gamed to Boost Bonuses*, FIN. TIMES (Aug. 27, 2023), <https://www.ft.com/content/25aed60d-1deb-4a41-8f39-00c92702b663>.

³ 朱德芳，上市櫃公司董事薪酬政策揭露——實務運作評析，臺灣財經法學論叢，第 5 卷第 1 期 2023 年 1 月，頁 45。

及利害關係人主義 (stakeholderism)。傳統上，股東優位主義主張企業應為股東利益而存在，董事和經理人也需為股東利益最大化而努力⁴。反之，利害關係人主義則主張公司應考量利害關係人之利益，而所謂利害關係人係指所有受公司影響或會影響公司目的達成之群體或個體⁵，包含員工、客戶、環境等。另外，啟發式利害關係人主義 (Enlightened stakeholderism) 則強調考量利害關係人之利益有助於公司長期之股東價值⁶。

即便在理論上仍有爭議⁷，近年在企業、政府和投資人的支持下，利害關係人主義蔚為潮流，甚至略勝股東優位主義一籌。二〇一九年美國商業圓桌會議 (Business Roundtable) 中，181 位 CEO 聯合宣示企業目標不再只是最大化股東利益，而須考量全體利害關係人之利益⁸。公部門方面，許多國家的政府開始引導企業落實企業社會責任，例如歐盟於二〇二三年通過企業永續報告指令 (Corporate Sustainability Reporting Directive)，要求大型企業揭露其生產活動在環境與社會等面向之風險與影響⁹。投資人部分，越來越多的投資人開始重視企業的 ESG 表現¹⁰，研究亦指出投資人願意為 ESG 投資付出更多成本¹¹。由此可知，利害關係人主義已逐漸成為公司治理目的之主流觀點。

然而，當投資人和政府紛紛傾向利害關係人主義時，現實上公司是否落實其 ESG 承諾或實質提升利害關係人利益遂成首要問題。現實中，公司未必會兌現其 ESG 承諾，進而造成漂綠或漂 ESG 等現象。此種現象不僅無助於利害關係人之

⁴ Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in CORPORATE ETHICS AND CORPORATE GOVERNANCE 173, 173 (Walther Ch. Zimmerli et al. eds., 2007); Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91, 103 (2020).

⁵ R. EDWARD FREEMAN, STRATEGIC MANAGEMENT: A STAKEHOLDER APPROACH 46 (2010).

⁶ Bebchuk & Tallarita, *supra* note 4, at 109.

⁷ 參照：楊岳平，公司治理與公司社會責任——企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，初版，元照，2011 年，頁 19-24。

⁸ *Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'*, BUS. ROUNDTABLE (Aug. 19, 2019), <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

⁹ *Corporate Sustainability Reporting*, EURO. COM., https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (last visited Jan. 7, 2024).

¹⁰ See generally Aisha I. Saad & Diane Strauss, *A New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation*, 17 BERKELEY BUS. L.J. 391 (2020).

¹¹ Malcolm Baker et al., *How Do Investors Value ESG?* 23 (Nat'l Bureau Econ. Rsch. Working Paper 30708, 2022).

福祉，也誤導消費者的消費選擇¹²，更導致偏好 ESG 表現的投資人無法判斷或比較投資標的之 ESG 表現¹³。因此，如何設置有效的 ESG 問責 (ESG accountability) 機制，使公司為其 ESG 承諾與作為負責，尤為重要。具體而言，公部門可透過硬法或軟法增加董事會對 ESG 承諾與活動的監督控制，此種外部推力也可能內化為內部自律機制¹⁴。依學者之觀察，過去幾年內，美國大型公司開始設立董事會層級的委員會監督 ESG 事項¹⁵。歐盟議會也在二〇二三年修正企業永續盡職調查指令 (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, “CSDDD”)，該指令要求企業須對產業鏈進行環境與人權之盡職調查，並訂定相關處理和預防機制¹⁶。

為落實 ESG 承諾並實質促進利害關係人之利益，ESG 連結薪酬作為問責機制亦被寄予厚望¹⁷。所謂 ESG 連結薪酬，係指企業以特定 ESG 成果指標決定經理人之薪酬。ESG 連結薪酬在實務上發展出許多不同的型態，其中變因包含 ESG 成果指標之設定、薪酬架構設計、長短期激勵計畫和 ESG 影響薪酬的比例。以下首先概論各種薪酬架構設計和外國實際運用情形，接著討論 ESG 連結薪酬的基礎論理，最後分析該措施的潛在問題。

一. ESG 連結薪酬之概論

(一.) ESG 成果指標之類型

據統計，一開始較常被使用的 ESG 成果指標包含風險 (risk)、員工敬業程度 (employee engagement) 與員工健康與安全 (employee health & safety)¹⁸。而

¹² Amanda Shanor & Sarah E. Light, *Greenwashing and the First Amendment*, 122(7) COLUM. L. REV. 2033, 2037-39 (2022).

¹³ Aneil Kovvali & Yair Listokin, *Valuing ESG*, 49(3) BYU L. REV. 705, 732 (2024).

¹⁴ 蔡昌憲，董事會之永續治理角色與董事監督義務，臺灣財經法學論叢，第 5 卷第 1 期，2023 年 1 月，頁 203-213。

¹⁵ Lisa M. Fairfax, *Board Committee Charters and ESG Accountability*, 12 HARV. BUS. L. REV. 371, 375 (2022).

¹⁶ *Corporate Sustainability Due Diligence: Council and Parliament Strike Deal to Protect Environment and Human Rights*, EUR. COUNCIL (Dec. 14, 2023), <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/12/14/corporate-sustainability-due-diligence-council-and-parliament-strike-deal-to-protect-environment-and-human-rights/>.

¹⁷ See Fairfax, *supra* note 15, at 372; 蔡昌憲，前引註 14，頁 211-211。

¹⁸ PWC & LONDON BUSINESS SCHOOL, *PAYING WELL BY PAYING FOR GOOD* 7 (2021), <https://www.pwc.co.uk/human-resource-services/assets/pdfs/environmentalsocial-governance-exec-pay-report.pdf>.

近期企業也開始使用社群（communities）、減碳（decarbonisation）、多元性（diversity）、塑膠減量（plastic reduction）與其他永續發展目標等¹⁹。

（二.）ESG 連結薪酬架構

第一種連結方式是「比重模式」（weighted metric），亦即各項 ESG 成果指標是薪酬決定機制中諸多標準之一，且各項 ESG 成果指標均明確可量化，也有獨立占比²⁰。例如若達成減碳目標，即可獲得整體薪酬激勵計畫的 10% 獎勵；達成員工安全目標，可再得另外 10% 獎勵。此種模式優點在於，可明確判斷經理人是否達成目標，以及最終應得多少獎勵。

第二種方式是「績效評估模式」（scorecard），亦即 ESG 成果指標無獨立占比，而是被涵蓋在其他 ESG 或非財務標準。此種模式賦予薪酬委員會更大的彈性評估經理人是否達成目標。在標準普爾 500 指數（S&P 500）中，採用「績效評估模式」的企業高達 36%，係最常見的 ESG 連結薪酬架構²¹。

第三種方式是「調整模式」（modifier），亦即 ESG 成果指標並非單獨作為薪酬激勵計畫之條件，而係在經理人達成其他目標後，再依 ESG 表現於一定幅度內增減整體薪酬²²。

第四種是「單獨模式」（individual），亦即 ESG 成果指標並未被完全量化或被包含在單獨、加權項目中，但仍會在廣泛的裁量評估中被考量。在 S&P 500 中，有 36% 的企業採取此模式，是 S&P500 中第二常見的架構²³。

¹⁹ *Id.*

²⁰ SEMLER BROSSY CONSULTING GROUP LLC, 2021 ESG + INCENTIVES REPORT 2 (2021); Eric Shostal & Krishna Shah, *E&S Metrics and Executive Compensation*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Mar. 23, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/23/es-metrics-and-executive-compensation/>.

²¹ SEMLER BROSSY CONSULTING GROUP LLC, *supra* note 20, at 3.

²² Maria Castañón Moats et al., *The Evolving Role of ESG Metrics in Executive Compensation Plans*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Mar. 19, 2022) <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/19/the-evolving-role-of-esg-metrics-in-executive-compensation-plans/>.

²³ SEMLER BROSSY CONSULTING GROUP LLC, *supra* note 20, at 3.

(三.) 長、短期激勵計畫

根據統計，二〇二〇年中，富時 100 指數 (FTSE 100) 有 37% 的成份公司使用 ESG 標準作為經理人短期薪酬決定因素；但僅有 19% 公司係以長期激勵計畫作為標的²⁴。據二〇二〇年統計，S&P 500 有高達 57% 的成份公司，在短期經理人薪酬決定機制中納入 ESG 標準；但僅有不到 5% 公司以 ESG 表現連結績效股票 (Performance Shares) ²⁵。

(四.) ESG 連結薪酬比例

FTSE 100 中，由 ESG 表現所決定的薪酬平均占全部短期薪酬 (annual bonus) 15%，占長期激勵計畫 16%。據另一項統計，標準普爾 100 指數 (S&P 100) 中，有揭露 ESG 成果指標影響比例者，由 ESG 表現所決定的薪酬平均只占經理人全部薪酬的 1.5% 到 3%²⁶。

綜上所述，國際上 ESG 連結薪酬的措施可謂普及，且其方式相當多元，較常見的是和短期激勵連結。雖然 ESG 成果指標對於整體薪酬的數額尚未達顯著影響，但本文認為，在各界人士提倡下，可預期會逐漸擴大適用於各類公司，例如 CSDDD 中亦要求超過 1,000 名員工之企業應將董事之部分變動薪酬連結對抗氣候變遷之成果²⁷。因此，評估其影響和管理方法時不可不慎。

二. ESG 連結薪酬之基礎論理

(一.) 公司無法落實 ESG 承諾之原因

如前所述，關心公司 ESG 表現的消費者與投資人與日俱增，吾人應當思考

²⁴ PWC & LONDON BUSINESS SCHOOL, *supra* note 18, at 14.

²⁵ *New Research Finds Progress on the Use of ESG Incentive Metrics*, WTW (Mar. 27, 2020), <https://www.wtwco.com/en-US/Insights/2020/03/New-research-finds-progress-on-the-use-of-ESG-incentive-metrics>.

²⁶ Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, 48(1) J. CORP. L. 37, 52 (2022).

²⁷ *Amendments Adopted by the European Parliament on 1 June 2023 on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and Demanding Directive (EU) 2019/1937, amend. 69, COM (2022) 0071 – C9-0050/2022 – 2022/0051(COD) (Dec. 21, 2023).*

如何促使公司真實地落實利害關係人、消費者與投資人的需求，並要求企業為其 ESG 承諾與作為負責。為設計有效的 ESG 問責機制，須釐清公司無法落實 ESG 承諾的根本原因。

反對利害關係人主義者認為，經理人必然缺乏動機促進利害關係人之福祉，因此即使公司為迎合市場而做出 ESG 承諾，這些承諾注定淪為空談²⁸。此類論者主張經理人的薪酬取決公司財務表現和公司股票價格，當利害關係人之福祉與股東權益相悖時，吾人難以期待經理人犧牲公司與自己獲利機會。經理人之薪酬結構可大別為固定薪酬和變動薪酬，前者通常無關績效，反之，後者由經理人之績效決定，變動薪酬的形式又可分為股權性質與非股權性質，前者包含普通股、員工認股權憑證和員工限制權利新股等²⁹。實際上，經理人大部分之薪酬都是股權性質之變動薪酬³⁰，亦即取決於其財務績效，因此不難想像經理人的首要目標仍多為股東權益最大化³¹。

(二.) ESG 連結薪酬作為 ESG 問責機制？

有鑑於此，若將 ESG 目標加入經營階層之變動薪酬決定因素，似可使經理人重視公司 ESG 承諾。根據統計數據，ESG 連結經理人薪酬有助於增進企業之 ESG 表現（至少在減碳與 ESG 評級方面）³²，也同時提升企業價值³³。換言之，為回應上述誘因不足的批評並創造 ESG 問責機制，公司可將 ESG 目標與獎金或股權性質之獎勵掛勾，經理人達成 ESG 目標後即能取得一定財務利益，藉此改變經理人之動機³⁴；反之，若經理人未達成 ESG 目標，則受到減少薪酬等財務上

²⁸ Rachel Brewster, *Enabling ESG Accountability: Focusing on the Corporate Enterprise*, 2022(6) WIS. L. REV. 1367, 1373 (2022).

²⁹ 方元沂，論我國經理人薪酬制度，台灣法學的實踐與創新一陳猷龍教授六秩華誕祝壽論文集（上冊），2013 年，頁 530。

³⁰ David I. Walker, *The Economic (In)significance of Executive Pay ESG Incentives*, 27(2) STAN. J.L. BUS. & FIN. 317, 328 (2022).

³¹ Bebchuk & Tallarita, *supra* note 4, at 148-53; Jonathan R. Macey, *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, 19(2) BERKELEY BUS. L.J. 258, 286-87 (2022).

³² Shira Cohen et al., *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, 61(3) J. ACCT. RSCH. 805, 834-40 (2023); Caroline Flammer et al., *Corporate Governance and the Rise of Integrating Corporate Social Responsibility Criteria in Executive Compensation: Effectiveness and Implications for Firm Outcomes*, 40(7) STRATEGIC MGMT. J. 1097, 1118 (2019).

³³ Flammer et al., *supra* note 32.

³⁴ *Is Executive Compensation the Answer to ESG Accountability?*, FTI CONSULTING (May 9, 2023), <https://www.fticonsulting.com/insights/fti-journal/executive-compensation-answer-esg-accountability>; *The State of Pay: ESG Metrics in Executive Remuneration*, CANDRIAM 15 (May, 2023), https://www.candriam.com/siteassets/medias/insights/esg/the-state-of-pay-esg-metrics-in-executive-remuneration/2023_05_wp_esg_metrics_gb.pdf.

不利益，藉此確保公司具有一定之機制，敦促經理人採取行動以兌現 ESG 承諾，而非口惠而實不至的宣傳手段。

然而，統計研究數據亦提醒，若公司僅採用質性描述的 ESG 目標，則沒有證據顯示 ESG 連結薪酬有助於提升公司 ESG 成果³⁵。另一方面，學者指出，當公司以 ESG 目標做為股票發放條件時，該 ESG 目標之達成很可能短期內無法正向反應於股價，甚至會減損股東權益；蓋若非如此，經理人原本即有動機成就 ESG 目標以達成財務績效³⁶。在此前提下，ESG 連結薪酬是否有效影響經理人之動機，取決於該部分薪酬是否大於其本身持股因為 ESG 目標達成而減損之利益³⁷。而經理人可能因為許多管道而持有大量公司股份，若單以金錢利益作為標準，ESG 連結薪酬在論理上未必能改變經理人之動機。

即便如此，目前仍不宜全盤否定 ESG 連結薪酬之效用。例如增加 ESG 連結薪酬之比例或許即可提升其影響力，進而使經理人更願意落實公司之 ESG 承諾或實質提升利害關係人之利益。但擴大 ESG 連結薪酬之使用時仍應謹慎為之，本文下一部分將討論此舉是否會造成公司治理之風險。

三. ESG 連結薪酬的潛在問題

首先，反對論者批評利害關係人主義將使經理人逸脫監督，因此，即便經營階層具備動機，利害關係人主義仍無法帶來正面效益。申言之，公司之利害關係人繁多，且不同利害關係人之利益均不同且可能相反，同一類之利害關係人中亦未必有相同之目標。職是，公司應選擇哪些利害關係人及如何促進其利益均無明確標準而有賴於經營階層的裁量，最終可能將會使經理人和董事逃避股東之監督，因此增加代理成本³⁸。就此而言，利害關係人主義未必使利害關係人實質受益，且使股東處於更弱勢之地位。

在此基礎上，學者認為上述問題同樣體現於 ESG 連結薪酬。首先，當一家

³⁵ Karen Maas, *Do Corporate Social Performance Targets in Executive Compensation Contribute to Corporate Social Performance?*, 148 J. BUS. ETHICS 573, 581-82 (2018).

³⁶ Walker, *supra* note 30, at 329-30.

³⁷ *Id.* at 336-40.

³⁸ Bebchuk & Tallarita, *supra* note 4, at 116-21.

企業決定以 ESG 成果指標作為經理人薪酬的條件，該企業應有下列考量³⁹，第一，企業應該選擇哪些 ESG 面向作為發展重心，以及在此 ESG 面向上企業所要達成的目標為何？第二，如何評估經理人是否達成企業所設之目標？第三，評估 ESG 表現之時間維度為何？在這三個階段中，相較於採取財務標準，ESG 連結薪酬將使決策者獲得更大的裁量空間。再者，實際運用上，採用 ESG 連結薪酬的企業可能弱化外部審查。換言之，ESG 連結薪酬可能導致薪酬決定過程更不透明，且成效更難評估。以下詳述之。

(一.) 採用 ESG 成果指標給予經營階層更大的裁量權

ESG 面向和目標相當廣泛、多元，例如員工、排碳量和社區等，如何抉擇可能取決於經營階層之裁量；反之，在傳統股東優位主義之下，經營階層只要謀取公司股東最大利益，因此目標相對明確和單一，經營階層只須提升股價和相關財務指標即可。另外，即使在同一群利害關係人中，不同子類別所期待的利益也可能相互衝突，因此如何調和有賴決策者的判斷⁴⁰。

再者，經營階層所選定的 ESG 目標未必有單一、客觀的標準可資衡量，不同企業對同一個 ESG 目標可能也有不同的衡量標準；相較之下，實務上對於如何衡量財務表現已有共識，例如企業獲利可用每股盈餘 (earnings per share) 衡量⁴¹。假設企業選擇以「增進員工福祉」作為企業 ESG 目標，則員工薪資、員工工作時數、工作意外發生頻率等都可能用來評價 ESG 目標是否達成，應採用何種成果指標連結經理人薪酬繫諸於經營階層之決策。經營階層可能刻意選用較容易達到或不具重要性的指標，作為經理人薪酬發放條件⁴²。

另外，從功能性利害關係人主義 (instrumental stakeholderism) 角度觀之，企業從事 ESG 活動、追求 ESG 目標都是為了提升長期企業價值，因此，要求經理

³⁹ MEHTAP A. EKLUND, FAIRNESS OF CEO COMPENSATION: A MULTI-FACETED AND MULTI-CULTURAL FRAMEWORK TO STRUCTURE EXECUTIVE PAY 72-73 (2019); Kristen Sullivan & Maureen Bujno, *Incorporating ESG Measures into Executive Compensation Plans*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (May 24, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/24/incorporating-esg-measures-into-executive-compensation-plans/>.

⁴⁰ Bebchuk & Tallarita, *supra* note 26, at 53.

⁴¹ Alex Edmans, *Why Companies Shouldn't Tie CEO Pay to ESG Metrics*, WALL ST. J. (June 27, 2021), <https://www.wsj.com/articles/why-companies-shouldnt-tie-ceo-pay-to-esg-metrics-11624669882>.

⁴² Bebchuk & Tallarita, *supra* note 4, at 160-61.

人達成某一 ESG 成果指標仍是為了股東、企業的長期利益⁴³。換言之，傳統財務績效作為薪酬發放條件時，財務績效本身就是目的；ESG 成果指標作為條件時，該指標只是提升股東財務報酬的手段。但問題是，哪些 ESG 成果指標有助於長期企業價值難有定論或客觀數據。因此，決定採用何種 ESG 成果指標僅能委諸於經營階層的裁量和專業判斷。

(二.) ESG 連結薪酬可能弱化外部審查

為了避免薪酬設定過程中決策者利用裁量權自肥，投資人和社會大眾的外部審查至關重要⁴⁴。然而，有效的外部審查，取決於明確且客觀的目標（have clear and objective goals）、揭露結果（disclose outcome）以及提供有意義的背景脈絡（provide meaningful context）⁴⁵。若無明確且客觀的目標並揭露成效，外部人無從判斷經理人是否真的達成薪酬發放條件；即便企業具備明確且客觀之薪酬發放條件，並完整揭露經理人是否達成指標，若未提供有意義的背景脈絡，外部人無從評估該指標是否恰當或有助於企業發展。

(三.) 小結

從上文討論可知，理論上 ESG 連結薪酬的疑慮可分為二類：

第一，ESG 成果指標過於主觀或抽象，或者是 ESG 成果指標明確且客觀，但企業並未揭露成果，導致決策者有恣意解釋的空間。

第二，企業有意或無意中設定對於企業長期價值或利害關係人沒有實質助益的目標條件。例如二〇一八年馬拉松石油公司（Marathon Petroleum Corporation）的執行長 Gary Heminger 因為「在環境、人身安全和處理流程安全改善方面表現出色」而取得高額獎金，但該公司同年也發生近期最嚴重的漏油事件。該公司的

⁴³ *Id.* at 109.

⁴⁴ Bebachuk & Tallarita, *supra* note 26, at 63.

⁴⁵ *Id.* at 66-68.

薪酬設計也因此遭批評無法落實公司的 ESG 目標⁴⁶。

在決定 ESG 目標以及衡量標準的過程中，相較於使用傳統財務標準，決策者享有更大的裁量空間。反對利害關係人主義之論者基於此點抨擊並否定 ESG 連結薪酬。然而，吾人亦不應忽略裁量空間本就是企業經營之必然。即使經理人單純以最大化股東利益為行為準則，決策時仍然會面臨許多權衡與裁量，蓋因不同股東可能有不同之關注焦點⁴⁷。但不可否認的是，設定 ESG 目標以及衡量標準因為缺乏一致的標準，且依不同公司狀況而異，因此不得不更加依賴經營階層的資訊和判斷。然而，外部審查的效用同時遭抑制，造成決策者有更大的權力，卻受更少的制衡。

參、ESG 連結經理人薪酬之實務概況

如上所述，ESG 連結薪酬更須有健全的外部審查，以制衡經營階層擴張的裁量。本文擬先概覽我國 ESG 連結薪酬的施行狀況，以了解實務運作與理論的差距。

ESG 連結薪酬在國際間已然成為主流，我國的公司治理評價指標亦在二〇二三年將此薪酬政策納入評鑑項目。但在此之前，我國已有許多公司採取類似的薪酬政策。許多上市企業均在其薪酬政策中表明，其經理人薪酬決定程序或因素包含 ESG 成果指標。以二〇二二公司治理評鑑結果前 5% 上市公司為例（共計 46 家公司），依本文觀察，其中 34 家企業在二〇二二年之年報或永續報告書中載明經理人薪酬與企業 ESG 成果指標連動。然而，各家企業的揭露方式與完整度，例如 ESG 目標揭露與說明程度、ESG 成果指標影響薪酬比例、條件是否達成等事項，均有顯著差異。

⁴⁶ Douglas MacMillan & Julia Ingram, *Despite Spills and Air Pollution, Fossil Fuel Companies Award CEOs for Environmental Records*, WASH. POST (Oct. 12, 2021), https://www.washingtonpost.com/business/interactive/2021/fossil-fuel-climate-bonus/?itid=lk_interstitial_manual_11.

⁴⁷ Colin Mayer, *Shareholderism Versus Stakeholderism—A Misconceived Contradiction: A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance,”* by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita, 106 CORNELL L. REV. 1859, 1864-67 (2021).

另一方面，少數公司使用 ESG 連結限制員工權利新股。截至二〇二三年一月十二日為止，我國 981 家上市公司（含發行台灣存託憑證之公司）中，至少有 149 家公司曾經發行限制員工權利新股，其中，據本文統計，僅有台積電、日月光和聯電三家企業使用 ESG 成果指標作為限制員工權利新股的成就條件。

以下先針對二〇二二公司治理評鑑結果前 5% 上市公司之薪酬政策，檢視一般性的 ESG 連結經理人薪酬政策之概況，再聚焦於我國目前 ESG 連結限制員工權利新股的實踐情形。

一. 一般性的 ESG 連結經理人薪酬政策

本文以二〇二二公司治理評鑑結果前 5% 上市公司為研究範圍，查詢其二〇二二的年報與永續報告書，發現 46 家企業中，共有 34 家企業明確提及經理人部分薪酬取決於 ESG 績效或目標，分別為台泥、遠東新世紀、聚陽、葡萄王、中鋼、光寶科、聯電、台達電、研華、南亞科、友達、中華電、聯發科、京城銀行、國泰金、玉山金、元大金、兆豐金、第一金、王道銀行、聯詠、台灣大、緯創、創意、大聯大、富采、遠傳、致伸、中租-KY、合庫金、緯穎、南茂、富邦媒以及信義。另外，台積電並沒有general地在薪酬政策中結合 ESG 績效，僅採用 ESG 連結限制員工權利新股，故本小節的觀察並未包含台積電。依本文之觀察，目前 ESG 連結薪酬政策有以下的特點：

(一.) 採行 ESG 連結薪酬政策的企業多未明確提出具體目標與衡量標準。

關於 ESG 績效與目標的揭露方式，由概略到具體可大別為以下三組。

第一，年報與永續報告書僅表示薪酬決定會考量 ESG 績效，但未具體揭露具體目標為何。例如南亞科在永續報告書中僅表示「高階經理人的薪資調整、獎金及其他報酬，依公司經營績效、個人績效與貢獻度，並納入經濟、環境及社會三個面向的貢獻與表現等永續發展的公司治理指標」；聚陽年報僅表示獎金之發放係參考個人對「公司績效的貢獻度（包含……企業社會責任落實等）」。

有些企業僅表示經理人之績效評量標準將加入 ESG 目標，但具體為何則不得而知。例如，中鋼於永續報告書中表示高階經理人將設定 ESG 相關 KPI，其達成情形列入個人考績。就此而言，外部人士難以檢視究竟具體決定因素為何，以及目標是否達成。

第二，年報與永續報告書中列出大方向，概括表示企業努力的方向。例如，企業指出經理人薪酬將與減碳成效（例如台泥）、再生能源使用等具體目標（例如台灣大）有關，然而從年報與永續報告書中仍無法得知具體經理人衡量條件成就與否之標準。此類企業數量最多。雖然企業表明經理人應努力之方向，但從公開資訊觀之，外部人士亦難確定經理人是否以及如何成就目標。

第三，年報與永續報告書中明確載明經理人應達成之 ESG 具體目標以及衡量標準。此類企業數量最少，例如台達電在永續報告書中表示「2022 年再生電力的達成率亦首度納入董事長、執行長，以及各工作小組的地區最高主管的績效指標，影響 5 至 15% 的薪酬獎勵。再生電力須符合 RE100 技術文件，避免重複計算之疑慮……後續再以 ISO 14064-1 查證流程為用電數據把關」。聯電則以 MSCI (Morgan Stanley Capital International) 年度 ESG 評級績效指標作為衡量經理人 ESG 績效衡量標準。

(二.) ESG 績效影響之薪酬比例偏低

首先，並非所有企業均揭露 ESG 績效影響薪酬之比例，依據統計僅有光寶科、台達電、中華電、京城銀行、玉山金、元大金、兆豐金、台灣大、緯創、致伸、中租-KY 以及富邦媒揭露 ESG 績效影響薪酬之幅度。換言之，僅有約三分之一之企業較明確地揭露其影響幅度。

再者，上述企業中，其 ESG 績效影響薪酬之幅度通常在 5 至 10%。此現象表示，現階段 ESG 目標與績效對經理人薪酬的影響其實相當有限，且上述企業通常考量複數 ESG 目標，因此，單一 ESG 目標對經理人之激勵效果更顯微薄。在此情形下，似乎難以想像企業如何使用薪酬作為 ESG 問責機制，並引導經理

人落實企業的 ESG 目標。

(三.) 多數企業並未揭露目標達成結果

依本文之觀察，多數採行 ESG 連結薪酬政策之企業並未在年報或永續報告書中揭露目標達成與否。揭露較完整的資訊者僅有玉山金，該企業不僅明確表示各高階主管的 ESG 目標、影響占比，也同時揭露該目標達成狀況，以及來年目標為何。然而，總體而言，多數企業如上所述本未明確提出經理人具體目標與衡量標準，自然無法期待企業進一步揭露目標成就與否。企業之永續報告書固然載有企業整體的 ESG 績效與成果，然而，此種揭露方式並未論述 ESG 成果與經理人薪酬的關聯，有礙外界薪酬監督與 ESG 問責。

(四.) 多數企業並未提供有意義的背景脈絡

最後，目前的 ESG 連結薪酬政策幾乎並未論述 ESG 目標對企業之具體貢獻或如何促進整體企業 ESG 發展。然而，若企業提出具體、明確的 ESG 目標與衡量標準，永續報告書其他部分的內容似可某程度緩解此問題，換言之，若永續報告書明確勾勒企業整體的短、中、長期 ESG 目標，便能作為 ESG 連結薪酬政策的背景脈絡，以便外部人檢視薪酬條件是否合理以及是否有足夠的挑戰性。

二. ESG 連結限制員工權利新股

(一.) 台積電

台積電在二〇二一年四月二十二日召開臨時董事會，首度核准發行不超過普通股 2,600,000 股的限制員工權利新股⁴⁸。二〇二二年三月二十六日，台積電公告 28 位高階主管持股信託達 1362 張股票，其中台積電總裁魏哲家所得股票高達 236 張，居於所有高階主管之冠⁴⁹。

⁴⁸ 中時新聞網 (04/22/2021)，留住人才 台積電首次調整高階主管獎酬方式 將發放限制員工權利新股，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20210422005547-260410?chdtv>。

⁴⁹ 中時新聞網 (03/26/2022)，台積電發連結 ESG 限制股票 魏哲家獲 236 張市值 1.4 億，

此次發行之限制員工權利新股特別之處在於，既得條件包含 ESG 目標。依台積電年報，其既得條件包含「期限屆滿日仍在職」、「既得期間內未曾有違反任何與本公司簽訂之合約及本公司之工作規則等情事」以及「達成本公司所設定高階主管績效評核指標和公司營運成果指標」。且各年度可既得之最高股數為 110%，其中 100%依股東總報酬率指標相對達成情形計算可既得股數後，再由薪酬委員會評估企業 ESG 成果為調整項，於可既得股數正負 10%區間內調整之⁵⁰。亦即，台積電所發行之限制員工權利新股並非直接以 ESG 成果指標作為條件，而僅是整體激勵薪酬的調整項。

(二.) 日月光

日月光二〇二一年十月一日發行限制員工權利新股，其既得條件除了傳統財務指標外，尚有 ESG 成果指標。該指標包含溫室氣體排放密集度（溫室氣體排放量／營收）和取水密集度（總取水量／營收）均應在二〇二一、二〇二二與二〇二三年分別較二〇一五年減少 6%、7%和 8%以上。比重方面，ESG 成果指標占該年度可得股份總數之 10%。另外，達成 ESG 成果指標與水準之判定，原則上應以既得期間屆滿之最近一年度，日月光封測業務下相關子企業聯合經第三方公正機構查證之報告書為基礎⁵¹。

(三.) 聯電

聯電在二〇二二年五月二十七日召開股東會，發行高達 5 萬張上限之限制員工權利新股。該限制員工權利新股之既得條件包含「股東權益報酬率（ROE%）高於公司前三年平均值」、「每股盈餘（EPS）高於公司前三年平均值」以及「Morgan Stanley Capital International（MSCI）年度 ESG 評級為 A（含）以上」，達成目標值之各項指標權重分別為 30%、30%、40%⁵²。聯電所發行的限制員工權利新股

<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20220325005136-260410?chdtv>。

⁵⁰ 台灣積體電路製造股份有限公司 民國一百一十年度年報（一），頁 80。

⁵¹ 日月光投資控股股份有限公司一一〇年度年報，頁 41。

⁵² 自由財經（05/27/2022），留才！聯電股東會大手筆通過將發行高達 5 萬張限制新股，

直接以 ESG 指標作為條件，且有顯著的占比。

(四.) 比較與討論

目前台灣僅有少量的企業發行 ESG 連結限制員工權利新股，但如上所述，每家企業訂定的條件和策略有很大的差異。第一，在 ESG 連結薪酬架構上，台積電係採「調整模式」；日月光和聯電則是偏向「比重模式」。第二，就影響幅度而言，台積電和日月光的 ESG 成果指標最多影響總數 10%；聯電的占比最高達總體激勵計畫的 40%。第三，以 ESG 成果認定方式觀之，台積電係由薪酬委員會加以認定；日月光和聯電則採用外部機構的查證報告和評級。

細究三者的既得條件，似乎都有未盡明確之處。台積電僅表示將由薪酬委員會評估並調整，但評估方法、調整依據、具體目標等付之闕如。就此而言，外界難以判斷成就是否達成以及如何達成。

日月光所設立的條件在三者中最為明確。溫室氣體排放密集度和取水密集度均是客觀成果指標，且輔以外部稽核，更可確定指標是否達成。但為何以此為目標？此目標如何有助於企業整體 ESG 策略和長期企業價值？此目標對經營階層是否有足夠挑戰性？日月光對此似乎未有交代。

而聯電所設立的條件相當明確，且可以比較聯電和同業之表現，但問題在於企業選擇該評級機構是否有合理的解釋？評級機構選定程序為何？不同的 ESG 評級機構所評估的項目和方法均有重大差異，同一家企業在不同 ESG 評級機構可能獲得南轅北轍的等第⁵³。具體而言，不同的評級機構之間未必具有可比較性⁵⁴。因此，若純以 ESG 評級作為既得條件，更應格外謹慎。

<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/3940952>（最後瀏覽日：07/28/2022）。

⁵³ Boffo, R., & R. Patalano, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD PARIS 29, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf (2020).

⁵⁴ HM GOVERNMENT, *GREENING FINANCE: A ROADMAP TO SUSTAINABLE INVESTING* 19 (Oct., 2021), https://assets.publishing.service.gov.uk/media/61890e64d3bf7f56077ce865/CCS0821102722-006_Green_Finance_Paper_2021_v6_Web_Accessible.pdf.

三. 小結：ESG 連結經理人薪酬政策實施的困境

從公司治理的角度觀之，經理人薪酬涉及代理問題。傳統上，判斷經理人是否受領不當之薪酬時，薪酬多寡並非絕對的指標，重點毋寧是企業獲利增長與經理人薪酬增加是否有合理關聯⁵⁵。然而，ESG 連結薪酬並非以增加企業獲利為目標，或至少非以增加「短期」獲利為目標，因此，以企業獲利增長幅度解釋經理人因達成 ESG 目標而取得的薪酬，難免方枘圓鑿。但實際上，企業採行 ESG 連結薪酬政策的前提可能是股東亦認為企業應追求某些 ESG 目標，故以此薪酬政策一致化股東與經理人之利益；職是，ESG 連結薪酬政策是否造成經理人取得不當薪酬，應取決於股東是否認同、滿足企業 ESG 的績效。

另一方面，從 ESG 問責角度觀之，採行 ESG 連結薪酬政策的原因在於增加經理人達成 ESG 目標的誘因，進而使企業更加重視利害關係人，而不至於使其 ESG 承諾成為空談。因此，ESG 連結薪酬政策若未受有效監督，並確保其有效性，則 ESG 連結薪酬政策反倒成為漂 ESG 的工具，甚至誤導投資人和利害關係人。

然而，如上所述，目前台灣企業的薪酬政策以及限制員工權利新股的既得條件是否能夠帶來有意義的改變，仍非無疑。

申言之，一般性 ESG 連結經理人薪酬政策目前面臨的最大問題之一無疑是揭露不足；另一方面，即使揭露 ESG 目標，企業也未能具體論述 ESG 目標對利害關係人之影響與貢獻。再者，目前 ESG 目標普遍影響薪酬比例偏低，造成多數 ESG 連結經理人薪酬政策可能僅有象徵意義。本文推測此種現象或許是因為企業仍在摸索階段，故相對謹慎、保守。

ESG 連結限制員工權利新股雖然某程度上可以改善 ESG 目標揭露不足之問題，然而，如上述案例之觀察，若企業採用難以查核或過度主觀的標準，股東和外界也無從監督條件是否成就，若企業採用明確但無關痛癢的目標（hitting the

⁵⁵ 蔡昌憲，企業永續與公司治理：公私部門的合作治理，初版，新學林，2021 年，頁 257。

target but missing the point)⁵⁶，實質上亦無助於促進利害關係人之利益。尤其以此種方式決定的薪酬比例甚高時，對於既得條件的要求和監督更須謹慎。

總體而言，我國的實施狀況大致上反映了「貳、三」所提及的潛在問題。換言之，本文認為上述企業所採用的 ESG 連結薪酬政策皆因標準不明確以及揭露不足而弱化外部審查機制。另一方面，據學者統計，S&P100 企業中使用 ESG 連結薪酬者，多數並未揭露明確且客觀的目標，亦未揭露結果，更未提供有意義的背景脈絡，其中僅有一家企業有提供有意義的背景脈絡⁵⁷。因此，國內外之實務做法均有類似之缺陷。

因此，本文認為目前實務上的 ESG 連結薪酬措施似乎無法達成其目的，甚至有害於公司治理，下一節擬先盤點我國經理人薪酬法制，並分析現行規定為何不足以因應 ESG 連結經理人薪酬帶來的挑戰。

肆、現行經理人薪酬決定程序與揭露規定

一. 經理人薪酬決定程序

(一.) 一般薪酬決定程序

按公司法第 29 規定，股份有限公司應由董事會過半數出席，及出席之過半數董事同意決定經理人之報酬。次按證券交易法（下稱「證交法」）第 14-6 條第 1 項規定，上市櫃公司應設置薪資報酬委員會；同條 2 項規定，薪酬委員會應決定董事、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。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（下稱「薪酬委員會辦法」）第 7 條第 4 到 6 項規定，薪酬委員會建議之經理人薪酬仍須經董事會通過，但董事會可以全體董事三分之二以上出席，及出席董事過半不採納或修正薪酬委員會之建議，若董事會通過之薪酬優於薪酬委員會之建議，則應為一定之揭露。

⁵⁶ PWC & LONDON BUSINESS SCHOOL, *supra* note 18, at 9.

⁵⁷ Bebchuk & Tallarita, *supra* note 26, at 68-73.

(二.) 發放限制員工權利新股之程序

二〇一一年六月二十九日我國正式引進限制員工權利新股，所謂限制員工權利新股係指公司無償授予或售予員工附有權利上限制之公司股票，通常約定員工須在職滿一定期間並完成約定之條件後，才能解除股票上之限制並可任意處置該股票⁵⁸。此激勵工具目的在於建立員工和公司間長期績效的連結。相較於其他激勵工具，限制員工權利新股可在員工未達約定時收回；但發放限制員工權利新股亦可能造成股權稀釋⁵⁹。

上市櫃公司發行限制員工權利新股時，若認股人為公司之經理人，則須提報薪酬委員會討論後再提報董事會⁶⁰。另外，按公司法第 267 條第 9 項規定，公開發行股票之公司發行限制員工權利新股者，至少須有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。次按發行人募集與發行有價證券處理準則（下稱「募發準則」）第 60-3 條規定，發行人發行限制員工權利新股應檢具發行限制員工權利新股申報書，向金融監督管理委員會（下稱金管會）申報方可生效。另外，募發準則第 60-9 對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量設有上限，但若經各中央目的事業主管機關專案核准者，不在此限。因此，上市櫃發行限制員工權利新股必經三道關卡，一是薪酬委員會與董事會，二是股東會，最後是金管會，且視情形可能須再經中央目的事業主管機關同意。

綜觀上述規定，經理人薪酬不論形式為何，均需經薪酬委員會審議，再經董事會採納。因此，薪酬委員會對於 ESG 目標訂定以及 ESG 成果指標設定均有重大影響力。

⁵⁸ 方元沂，從美國員工限制型股票論我國限制員工權利新股制度，政大法學評論，第 137 期 2014 年 6 月，頁 157。

⁵⁹ 王文宇，公司法論，六版，元照，2019 年，頁 527。

⁶⁰ 金融監督管理委員會，限制員工權利新股適用疑義問答（一一二年六月修正），頁 3，<https://www.sfb.gov.tw/uploaddownload/202306271705060.pdf&filedisplay=112%E5%B9%B46%E6%9C%88%E4%BF%AE%E6%AD%A3%E9%99%90%E5%88%B6%E5%93%A1%E5%B7%A5%E6%AC%8A%E5%88%A9%E6%96%B0%E8%82%A1%E7%96%91%E7%BE%A9%E5%95%8F%E7%AD%94.pdf&flag=doc>。

(三.) 薪酬決定機關：薪酬委員會的問題與檢討

1. 獨立性

二〇一〇年十一月，為避免公司連續虧損時，董事、監察人和經理人仍坐領高薪，我國引進薪酬委員會確保公司的經營績效和董、監事的薪酬成正向關聯⁶¹。薪酬委員會成員依薪酬委員會辦法第 5 條應有特定專業資格，以確保其專業性；第 6 條要求薪酬委員會成員不得與公司有直接或間接之利害關係，以保持其獨立性，而不至於濫用裁量權。其資格要求完全仿造獨立董事之規定，但薪酬委員會的成員不須具備獨立董事身分。

然學者認為我國薪酬委員會之設計仍有不足之處。最大問題在於，薪酬委員會成員之獨立性難以服眾；據抽樣調查，僅就公開資訊分析，具法律上獨立性之薪酬委員會成員即有約三分之一與公司內部人有「社交關係」⁶²。即使薪酬委員會之成員均具獨立董事身分，似乎也不能擔保其獨立性，蓋因我國獨立董事本身是否獨立也備受質疑⁶³。依公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法（下稱「獨董辦法」）第 3 條第 1 項第 3 款，獨立董事持股不得高於百分之一，導致獨立董事更加依賴控制股東之提名⁶⁴；又我國公司控制股東常藉由其股權優勢，選任與其友好之人士出任獨立董事⁶⁵，若總經理又係由董事長兼任或由控制股東家族成員擔任，所謂「獨立董事」所組成的薪酬委員會是否能夠稱職地建議經理人薪酬，恐非無疑。在設計 ESG 目標作為薪酬發放條件時，獨立性不足的薪酬委員會卻有更大的裁量空間，顯然雪上加霜。

⁶¹ 立法院公報，99 卷 42 期，頁 431。

⁶² 林郁馨，公開發行公司經營者薪酬決定機制之實證分析——兼論薪資報酬委員會新制，中研院法學期刊，第 14 期 2014 年 3 月，頁 292。

⁶³ 楊岳平，論金融控股公司治理的改革方向：以獨立董事與提名委員會為中心，臺大法學論叢，第 48 卷第 2 期 2019 年 6 月，頁 687。

⁶⁴ 賴英照，最新證券交易法解析，自刊，2020 年，頁 196。

⁶⁵ 郭大維，我國公開發行公司功能性委員會法制之建構與再建構，財產法暨經濟法，第 60 期 2020 年，頁 32-33；在訪談中，受訪之獨立董事大多同意台灣的獨董和企業之控制股東或內部人有某程度之「關係」，See Lauren Yu-Hsin Lin, *Do Social Ties Matter in Corporate Governance the Missing Factor in Chinese Corporate Governance Reform*, 5(1) GEO. MASON J. INT'L COM. L. 29, 39, 64 (2013).

2. 專業性

再者，縱使薪酬委員會能獨立行使職權而不受控制股東或經營階層影響，其能否設計出引導經理人實踐公司 ESG 藍圖的薪酬條件，也是一大考驗。從現行法觀之，獨立董事類似外部顧問，實際參與公司業務之時間有限，且通常無法掌握公司運作狀況，其執行業務所須之資訊多由經營階層提供⁶⁶。ESG 目標和公司業務、願景相輔相成⁶⁷，若對於公司運作不甚了解，即使知悉公司之 ESG 目標，薪酬委員會也難以準確設定適當的 ESG 成果指標。

另外，現行法規並未要求薪酬委員會成員具有 ESG 專業和經歷。薪酬委員會辦法第 5 條第 1 項要求薪酬委員會之成員須有「商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗」，但此專業是否足以處理新型態的 ESG 風險和問題，不無疑問，此問題並非我國特有，據統計，Forbes Global 2000 之 475 家全球最大公司中，僅有 17% 的董事會有至少一位具備永續專業、經歷的董事⁶⁸。根據實證研究，學者指出，若薪酬委員會成員具備公司社會責任相關的專業，該公司的 ESG 連結薪酬品質較佳，且公司的 ESG 表現亦較佳⁶⁹。假設身兼薪酬委員會委員之獨董本身不具有永續方面的專業，又對公司運作不甚理解，即使有心透過 ESG 連結薪酬提升公司 ESG 表現，也可能有力不從心之憾，甚至可能因為過度依賴其他內部董事和經理人提供的資訊，導致經營階層對薪酬設定過程有過多的影響力。

另外，我國有許多家族企業可能更會面臨企業 ESG 人才不足之困境，蓋因據學者研究，家族企業可能因為名聲與社會地位而從事 ESG 活動，但基於控制權和家族財富厭惡損失考量下，家族企業多偏好聘任家族成員，導致企業缺乏 ESG 相關管理技能的人才和資源⁷⁰。雖然薪酬委員會辦法第 6 條第 1 項第 4 款禁

⁶⁶ 劉連煜，獨立董事是少數股東之守護神？—台灣上市上櫃公司獨立董事制度之檢討與建議，月旦民商法，第 26 期 2009 年 12 月，頁 31。

⁶⁷ PWC & LONDON BUSINESS SCHOOL, *supra* note 18, at 8.

⁶⁸ See SYSTEMS RULE: How Board Governance Can Drive Sustainability Performance, CERES (2018), <https://www.ceres.org/resources/reports/systems-rule-how-board-governance-can-drive-sustainability-performance>.

⁶⁹ Lu Yang, *Compensation Committee CSR-Related Expertise, CSR Contracting Quality, and Performance Implications*, 35(3) J. MGMT. ACCT. RSCH 197, 215 (2023).

⁷⁰ 傅浚映，家族企業與企業社會責任專一化：以台灣上市公司為例，管理學報，第 38 卷第 4 期

止「第一款之經理人或前二款所列人員之配偶、二親等以內親屬或三親等以內直系血親親屬」擔任薪酬委員會委員，似可某程度緩解此家族企業問題，但此規範相當狹隘，不在此範圍但仍有密切利害關係的家族成員仍不受限制。

若薪酬委員會本身不具有足夠之專業知識，似有必要借助外部薪酬顧問之專業。薪酬委員會辦法第 11 條規定「薪資報酬委員會得經決議，委任律師、會計師或其他專業人員，就行使職權有關之事項為必要之查核或提供諮詢，其費用由公司負擔」，所謂「其他專業人員」似可涵蓋外部薪酬顧問。然而就算薪酬委員會自行聘請薪酬顧問，學者指出，若該薪酬顧問也不具獨立性，則可能使薪酬委員會作成偏袒經理人之薪酬建議⁷¹。

3. 小結

薪酬委員會欠缺獨立性雖然非因 ESG 連結薪酬而生，但在 ESG 連結薪酬中確實是令人擔憂之風險。當企業採取 ESG 連結經理人薪酬時，決策者有更大的裁量空間，但我國薪酬委員會的設計無法有效抑制濫用裁量的可能。另外，薪酬委員會成員可能欠缺 ESG 專業而難以制定有意義之目標。對現行的薪酬委員會而言，可謂立法之初未能預見的挑戰，造成先天不良的薪酬委員會無法有效處理 ESG 時代的新問題。

二. 經理人薪酬揭露規定

企業年報中應揭露最近年度經理人之酬金，但依公開發行公司年報應行記載事項準則（下稱「年報準則」）第 10 條第 1 項 3 款 1 目，原則上公司得自由選擇以級距方式揭露或個別揭露，企業僅在特別情形下，需依同款 3 目規定強制個別揭露經理人薪酬。

另外，依年報準則第 10 條第 1 項 3 款 4 目，該規定要求企業年報中的公司治理報告須說明酬金之政策、標準與組合、設定酬金程序以及與經營績效及未來

2021 年 12 月，頁 464。

⁷¹ 蔡昌憲，前引註 55，頁 312。

風險之關聯。年報準則第 10 條第 1 項 4 款 4 目要求年報中須揭露薪酬委員會之組成及運作情形。

最後，依年報準則第 10 條第 1 項 4 款 5 目要求年報解釋公司治理運作情形及與上市上櫃公司永續發展實務守則（下稱「永續發展守則」）差異情形及原因。就此而言，永續發展守則第 9 條建議上市櫃公司制定合理薪酬政策，以確保薪酬政策與組織策略目標和利害關係人利益一致，且員工績效考核機制與永續發展政策結合，因此，年報中亦須揭露企業之薪酬政策是否以及如何符合此項建議。

上述揭露規定似乎過於粗糙。目前的揭露規定較著重於薪酬制定政策、程序和策略等「事前」之資訊，但對於薪酬政策最終的實施結果則未有同等強度的揭露規範。

簡言之，經理人薪酬揭露之規定並未明確要求公司說明作為薪酬發放條件的目標或績效達成情形，亦未要求公司闡述該績效之達成如何促進公司之發展規劃。然而，如上所述，公司若未揭露此類資訊，投資人和其他外部人士甚難判斷薪酬合理性。以往以財務績效作為薪酬發放條件時，財務績效與股價有較直接的關聯，投資人或許仍可依總體股價評估薪酬政策；反之，當公司開始以 ESG 目標作為薪酬發放條件時，因 ESG 目標的達成未必能夠充分反映於股價，若公司又未充分揭露 ESG 目標的達成情形、目標意義和貢獻，外界不僅難以評估 ESG 連結薪酬的合理性，也難以評估薪酬是否有效引導經理人落實 ESG 目標。

伍、可能的解決策略

綜合以上實務與法規的觀察，吾人一方面須確保薪酬委員會不會藉 ESG 之名濫用裁量，圖利經營階層，一方面須確保 ESG 連結薪酬的品質足以落實公司的 ESG 承諾。除了這些新問題，ESG 連結經理人薪酬本質上作為薪酬制度的一環，也夾帶傳統薪酬決定之難題。因此，處理 ESG 連結薪酬之問題時，無法忽略既存的不足。

本節第一部份討論薪酬委員會獨立性。如上所述，ESG 連結經理人薪酬擴大

薪酬決定者的裁量空間，但我國薪酬委員會向來被質疑是否可以客觀、獨立地行使職權，因此本節第一部分將從薪酬委員會的成員資格與組成著手，參考美國法之規定，反省我國相關規範。

本節第二部分將聚焦於薪酬委員會的專業性，薪酬委員會設定經理人的 ESG 薪酬目標時，未必具備永續專業，因此本文從外部薪酬顧問與內部決策兩種角度討論我國法制與實務應如何應對。

本節第三部份將進一步省思美國 Say on Pay 的制度是否有助於監督 ESG 連結經理人薪酬的品質。最後一部分討論薪酬揭露制度應有的規範。

一. 薪酬委員會獨立性

(一.) 美國法薪酬委員會成員之獨立性要求、組成與審查

美國 Rule 10C-1 規定薪酬委員會應符合之規定，並禁止全國性證券交易所（national securities exchanges）允許違反該規定之公司掛牌上市⁷²，且全國性證券交易所應確保其上市規則均符合 Rule 10C-1 所列之規定⁷³。

其中關於獨立性之部份，Rule 10C-1 要求薪酬委員會之成員應為董事會成員，且具備獨立性。Rule 10C-1 規定全國證券交易所應考量相關因素以判斷公司薪酬委員會是否具備獨立性，Rule 10C-1 並例示兩種要素：第一，發行人給付該董事的任何諮詢、建議或其他報酬費用；第二，該董事是否與公司之關係企業有特定關係⁷⁴。

那斯達克證券交易所（NASDAQ）上市規則進一步規定薪酬委員會的成員至少兩人，且均須為獨立董事（Independent Director）。董事會應考量全部有關因素後，判斷薪酬委員會之成員與公司之關係是否影響獨立行使職權之能力，並對薪酬委員會成員的獨立性做出肯定性決定（affirmatively determine）⁷⁵。另外，如果

⁷² Listing Standards Relating to Compensation Committees, 17 C.F.R. § 240.10C-1(a)(1) (2024).

⁷³ *Id.* § 240.10C-1(a)(4).

⁷⁴ *Id.* § 240.10C-1(b)(1)(ii).

⁷⁵ The Nasdaq Stock Market LLC Rules § 5605(d)(2)(A).

薪酬委員會由至少三位成員組成，董事會認定為公司和股東之最大利益而有必要時，可例外指派不符前述規定之董事充當薪酬委員會成員，但以該董事非經理人（Executive Officer）、員工或執行長之家族成員為限，且該董事不得擔任薪酬委員會成員超過兩年，期間公司應對外揭露此項資訊⁷⁶。

依 NASDAQ 上市規則定義，所謂獨立董事是指任何非經理人或員工之董事；依董事會之見，若董事於執行董事職務時，特定關係將干擾其獨立判斷，該董事亦非獨立董事，董事會有義務確認獨立董事不具備此種關係。除此之外，NASDAQ 上市規則亦負面表列不具獨立性之事由⁷⁷：

1. 董事現在或過去三年間受僱於公司⁷⁸者不具獨立性；
2. 董事或其家族成員⁷⁹在過去三年中曾在連續 12 個月內取得超過 12 萬美元之報酬，該董事不具獨立性，但該董事或其家族成員係因擔任董事會或董事會委員會所取得之報酬、家族成員因擔任經理人以外之受僱人而取得之報酬、稅務合格退休金計畫（tax-qualified retirement plan）或非裁量報酬（non-discretionary compensation）不在此限；
3. 現任或過去三年內曾任公司經理人之人之家族成員，不具獨立性；
4. 若公司現在或在過去三年內從某一組織取得或向該組織支付超過一定數額之財產或服務費用，則該組織現任合夥人、控制股東或經理人，或上述人之家族成員不具獨立性；
5. 若公司董事或其家族成員現任某一實體之經理人，而公司之經理人曾在過去三年內擔任該實體之薪酬委員會成員，該董事不具獨立性；
6. 若公司董事或其家族成員現任公司外部審計事務所（auditor）之合夥人，或在過去三年內曾為該審計事務所之合夥人或受僱人者，該董事不具獨立性；

⁷⁶ *Id.* § 5605(d)(2)(B).

⁷⁷ *Id.* § 5605(a)(2).

⁷⁸ 此處以及下列之「公司」均包含公司本身及其關係企業。

⁷⁹ 所謂家族成員包含配偶、雙親、子女、手足、配偶之雙親、子女之配偶、手足之配偶以及任何同居人。

7. 在投資公司中，董事若為一九四〇年投資公司法下的利害關係人（interested person），則不具獨立性。

紐約證券交易所（New York Securities Exchange, NYSE）上市規則規定上市公司之薪酬委員會須由獨立董事組成⁸⁰，且董事會須確認獨立董事與公司不具有重大關係（material relationship），所謂重大關係，依 NYSE 上市公司手冊之註解，包含所有商業、產業、銀行、顧問、法律、會議、慈善或家族關係，但持股本身並不會排除獨立性⁸¹。除此之外，董事會尚須考量全部有關因素以判斷擔任薪酬委員會成員之董事是否有特定關係足以影響其行使薪酬委員會之職權⁸²，NYSE 上市公司手冊亦負面表列不具獨立性之事由，而此部份與上述之 NASDAQ 上市規則幾乎一致⁸³。

就獨立性的司法審查方面，美國德拉瓦州最高法院曾指出，獨立性應個案判斷，法院應判斷董事究竟應獨立於何人（independent from whom）以及為何目的而獨立（independent for what purpose）⁸⁴。為證明董事欠缺獨立性，原告須提出證明使法院合理懷疑該董事受制於有利害關係之董事，以至於該董事無法行使其自由裁量權⁸⁵。例如在 2024 年德拉瓦州衡平法院審查 Tesla 給付執行長 Elon Musk 的鉅額薪酬是否合法時，在判斷 Elon Musk 係 Tesla 的控制股東故其審查標準應適用完全公平原則（entire fairness）後，正面審查薪酬委員會董事成員與其他董事的獨立性⁸⁶。

（二.）美國法與我國法之比較

就資格方面，我國學者曾指出，相較於 NSADAQ 上市規則與 NYSE 上市公司手冊，我國薪酬委員會辦法最顯著之不足在於我國未將兼充董事之情形列入負

⁸⁰ NYSE Listed Company Manual, s 303A.05(a).

⁸¹ *Id.* s 303A.02(a)(i).

⁸² *Id.* s 303A.02(a)(ii).

⁸³ *Id.* s 303A.02(b).

⁸⁴ *Beam v. Stewart*, 845 A.2d 1040, 1049-50 (Del. 2004)

⁸⁵ *Id.* at 1050.

⁸⁶ *See generally* Tornetta v. Musk, C. A. 2018-0408-KSJM 123-27 (Del. Ch. Jan. 30, 2024).

面條件，有失周全⁸⁷。然而，薪酬委員會辦法第 6 條於二〇二〇年新增第七項，「公司與他公司或機構之董事長、總經理或相當職務者互為同一人或配偶，他公司或機構之董事(理事)、監察人(監事)或受僱人」不具有獨立性。修法後之內容雖然與 NSDAQ 上市規則和 NYSE 上市公司手冊不盡相同，但也某程度緩解兼充董事所生之問題。

然而，如前所述，社交關係亦可能是減損獨立性的主要因素，因此國內學者曾有認為，董事會除了應確認薪酬委員會成員不具備法定列舉的負面條件外，也應一併考量所有減損獨立性的因素，確認薪酬委員會成員能夠獨立於公司經營階層行使職權⁸⁸。

確立獨立董事的資格限制並課予董事會全盤考量之義務固然有其意義，但亦有學者指出，在發生爭議時，我國法院並未如同美國法院實質認定獨立性⁸⁹。依學者觀察，我國法院傾向審查董事利害衝突之忠實義務，而幾乎未見獨立性審查之案例⁹⁰。

即便在個案中審查獨立董事是否具備獨立性，智慧財產及商業法院亦表明，獨立性要求僅以獨董辦法第 3 條第 1 項列舉者為限⁹¹。法院認為獨立董事因欠缺獨立性而當然解任，涉及人民之工作權限制，因此不得在法無明文下，擴張獨立性要求⁹²。然而，如前所述，負面列舉的立法方式可能掛一漏萬，更根本的做法是在獨董辦法第 3 條 1 項及薪酬委員會辦法第 6 條 1 項中加入概括條款，允許法院判斷是否有其他情形足以使獨立董事或薪酬委員會成員無法獨立於公司經營階層行使職權；同時，我國法院也應學習美國法院，在個案中逐步建立起獨立性審查之標準。

⁸⁷ 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，第 233 期 2014 年 10 月，頁 122；蔡昌憲，簡評我國薪資報酬委員會之相關規範：以成員資格及薪酬顧問為中心，台灣法學雜誌，第 204 期 2012 年 7 月，頁 39。

⁸⁸ 張心悌，前引註 87，頁 124。

⁸⁹ 林郁馨，前引註 62，頁 289。

⁹⁰ 劉連煜，董事忠實義務與獨立性之司法審查，月旦法學雜誌，第 173 期 2009 年 10 月，頁 144。

⁹¹ 智慧財產及商業法院民事判決 112 年度商訴字第 2 號。

⁹² 同前引註。

另一方面，我國並不要求薪酬委員會全由獨立董事組成，此點與美國不同⁹³。雖然我國薪酬委員會成員與獨立董事的資格均相同，但金管會似有意進一步引導我國薪酬委員會朝美國法方向發展。在新版公司治理藍圖中，金管會預計二〇二〇年要求薪酬委員會過半成員由獨立董事出任⁹⁴，臺灣證券交易所（下稱「證交所」）和證券櫃檯買賣中心（下稱「櫃買中心」）均新增或修改相對應之規定⁹⁵。

理論上，全由獨立董事組成的薪酬委員會應具有較高之獨立性⁹⁶，故美國作法似有參考之價值；然而，本文認為此論述成立的前提仍是獨立董事本身具備獨立性⁹⁷。就此而言，如「肆、一、(三.)、1.」所述，我國控制股東對獨立董事的影響卻難以忽視⁹⁸。詳言之，我國獨立董事之選任有提名與選舉兩個程序。提名程序依公司法第 192 條之 1 採董事候選人提名制度，因此控制股東所控制之董事會可能在提名程序掌握獨立董事候選人名單；選舉程序依公司第 198 條採累積投票制，故控制股東容易囊括全部獨立董事席次⁹⁹。在此背景下，即便我國薪酬委員會如同美國全由獨立董事出任委員，或許也難以增進實際上的獨立性，因此現況下本文對於採取美國的做法持保留態度。

(三.) 「少數股東代表」參與之薪酬委員會芻議

然而，若金管會仍認為我國薪酬委員會應仿效美國薪酬委員會之組成，本文認為即須解決獨立董事之獨立性問題。為解決此問題，學者曾建議將少數股東特

⁹³ 陳俊仁，公司治理與董監事暨經理人薪資報酬決定權——薪資報酬委員會制度規範之商榷，月旦法學雜誌，第 207 期 2012 年 8 月，頁 47；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，第 198 期 2011 年 11 月，頁 211。

⁹⁴ 金融監督管理委員會，新版公司治理藍圖（2018~2020），頁 15，[https://www.fsc.gov.tw/fckdownload?file=/%E6%96%B0%E7%89%88%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E8%97%8D%E5%9C%96\(2018~2020\)20180328\(2\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdownload?file=/%E6%96%B0%E7%89%88%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E8%97%8D%E5%9C%96(2018~2020)20180328(2).pdf&flag=doc)。

⁹⁵ 臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第 12 條第 1 項；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第 12 條 1 項；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第 6 條。

⁹⁶ See Madhurya Arindam, *The Independent Director: Has It Been Indianised Enough?*, 6 NUJS L. REV. 231, 256-57 (2013).

⁹⁷ Klaus J. Hopt, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, 59(1) AM. J. COMPAR. L. 1, 27 (2011).

⁹⁸ 陳俊仁，超越興利防弊功能之迷思：獨立董事與審計委員會地位之再建構，月旦法學雜誌，第 172 期 2009 年 9 月，頁 87-88。

⁹⁹ 楊岳平，前引註 63，頁 709-710。

別選任權制度納入提名委員會之委員選任程序。具體而言，「少數股東代表」應出任部份提名委員會成員，且應達全部席次之相對多數，若未達到時，應使「少數股東代表」出任提名委員會之主席¹⁰⁰。在此方法下，少數股東有較大機會選任其支持的獨立董事，使董事會對少數股東負責，也抑制控制股東對獨立董事的影響力。倘若獨立董事具備更高程度的獨立性，則獨立董事將更加適合出任薪酬委員會之委員，金管會改革方向自然更具實益。

若聚焦於薪酬法制，除了根本地改革獨立董事制度外，本文認為另一種可能是將「少數股東代表」的概念用於選任薪酬委員會之成員。換言之，少數股東應可選任其代表擔任部份薪酬委員會成員。以下析論其利弊。

1. 有效性

首先，本文之建議可有效防免控制股東對薪酬委員會的潛在影響。蓋我國公司多為集中型股權結構，大小股東間的利益衝突為我國公司治理法制的重點¹⁰¹。有鑑於此，公司治理應著重於董事會子委員會的獨立性¹⁰²。以此為前提，由少數股東選任部分薪酬委員會成員，較可以避免全部成員均受控制股東之影響，進而提升整體薪酬決定之獨立性。

2. 可行性

本文認為此建議亦具備可行性。依薪酬委員會辦法第4條第1項，薪酬委員會成員由董事會決議委任，其人數應至少3人；且薪酬委員會辦法本未規定薪酬委員會成員均須由「董事」出任，僅規定至少須有一名獨立董事，證交所和櫃買中心則進一步要求上市、上櫃與興櫃公司須有過半薪酬委員會成員由獨立董事擔任。就此而言，即使「少數股東代表」不具有董事身分，只要薪酬委員會中仍有一定比例的獨立董事，即符合現行法規要求。當然，少數股東推派其支持的獨立

¹⁰⁰ 楊岳平，前引註63，頁725-727。

¹⁰¹ 王文字，前引註59，頁48。

¹⁰² 楊岳平，前引註63，頁706-707。

董事作為其代表亦無不可。

關於「少數股東代表」如何產生，學者有建議或可由持股一千股以上股東一人一票選出，以此避免認定控制股東之難題以及僅有特定有力股東得利之情形¹⁰³。資格、職權與義務方面，「少數股東代表」與其他薪酬委員會成員並無不同，均須符合薪酬委員會辦法第 5 條、第 6 條與第 7 條之規定。

3. 必要性

再者，本文之建議有其必要性。在所有與經營分離原則下，董事會負有監督經理人經營公司之權限與義務。藉由設定經理人薪酬，董事會得以監督、引導經理人達成經營任務¹⁰⁴。因此，我國公司法第 29 條第 1 項第 3 款規定經理人薪酬由董事會決議。雖然公司法第 267 條第 9 項規定公司發行限制員工權利新股時，股東會有權決議通過與否，然而限制員工權利新股畢竟只是經理人薪酬之一部，其他薪酬僅須經薪酬委員會擬定、董事會決議通過即可，股東會並無置喙餘地。

董監事薪酬方面，依經濟部之見解，董監事之酬金分為報酬與酬勞，後者是盈餘分配項目，與公司法第 196 條無涉，前者是董事為公司服務應得之酬金，而在公司法第 196 條之範圍，但可由章程授權董事會議定¹⁰⁵。就此而言，最高法院指出章程不得空白授權董事會決定董事與監察人報酬¹⁰⁶，經濟部則表示章程得訂明董事會依「同業通常水準支給」議定董事及監察人之報酬¹⁰⁷，除此之外，亦可於章程中明訂全體董事及監察人報酬的總額、上限、一定比例等明確授權之範圍，並考量董事、監察人的時間投入、職責與及公司近年給予同等職位者之報酬¹⁰⁸。依學者之實證研究，多數公司已透過章程授權使董事會取代股東會作為董監事報

¹⁰³ 參照：楊岳平，前引註 63，頁 728-729。

¹⁰⁴ LUCIAN BEBCHUK & JESSE FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION 17-18 (2006).

¹⁰⁵ 經濟部 93 年 1 月 20 日商字第 09302005550 號。

¹⁰⁶ 最高法院 77 年度台上字第 2158 號民事判決；最高法院 93 年度台上字第 1224 號民事判決。

¹⁰⁷ 經濟部 93 年 3 月 8 日商字第 09302030870 號。

¹⁰⁸ 經濟部 106 年 10 月 16 日經商字第 10602423970 號。

酬決定機關，但授權標準多半相當空泛¹⁰⁹。

綜上，股東實際上對於經理人薪酬與董事報酬本無太多監督管道¹¹⁰，再考量到 ESG 連結薪酬使得薪酬決定的裁量空間擴大，允許少數股東選任部分薪酬委員會成員尚有其實益。

另一方面，基於 ESG 的雙重重大性（double materiality），公司採行 ESG 決策時，不僅可管理公司長期風險而有財務上的重要性，同時對於社會與其他利害關係人亦有重要性¹¹¹。董事會如何使用 ESG 連結經理人薪酬以追求公司長期財務利益，固然屬於董事會之範疇；然而，少數投資人若對公司從事 ESG 活動有非財務面的期待，董事會未必能夠滿足，蓋因此時董事會與少數股東並未同時以財務利益最大化為共同目標。再者，即使董事會承諾從事 ESG 活動以追求非財務面的影響，但如前所述，應以哪種條件引導經理人達成 ESG 目標仍可能有歧見，少數股東代表的參與可加強董事會與股東間的溝通，以更好落實 ESG 目標。反之，若董事會所設計之經理人薪酬過度追求非財務面的成果，反對的少數股東也應有管道制衡之。職是，允許少數股東選任部分薪酬委員會成員為其發聲，應有必要。

4. 影響程度之評估

最後，本文之建議對公司之運作應無不當之影響。蓋從公司權限分配角度觀之，上述建議並不會破壞以董事會為中心的公司治理模式。

就經理人薪酬方面而言，允許少數股東選任部分薪酬委員會成員並不至於侵蝕董事會對經理人薪酬的決定權而導致權責混亂。具體而言，董事會仍保有委任部分薪酬委員會成員之權力。除此之外，薪酬委員會決定之經理人薪酬仍須經董

¹⁰⁹ 林郁馨，前引註 62，頁 266。

¹¹⁰ BEBCHUK & FRIED, *supra* note 104, at 45-52；周振鋒，美國 Say-on-pay 制度介紹與引進可行性之分析，政大法學評論，第 137 期 2014 年 6 月，252-253 頁。

¹¹¹ Judith C. Strohle et al., *Through the Looking Glass: Tying Performance and Materiality to Corporate Purpose*, 10(s5) J. BRIT. ACAD. 87, 91 (2022); Colin Mayer, *The Research Background to the Final Report of the Future of the Corporation Programme on 'Policy & Practice for Purposeful Business'*, 10(s5) J. BRIT. ACAD. 1, 10 (2022).

事會同意，因此董事會仍須本於受任人義務附理由拒絕不合理或不可行的薪酬建議，並公告其決議，以此平衡經營判斷與少數股東監督。

就董事報酬而言，公司法本就預設股東會得決定董事的報酬，只是公司章程得將此權限移轉給董事會，因此允許少數股東選任部分薪酬委員會成員，並未賦予股東會超過公司法第 196 條所預設之權限。另一方面，在公司以章程授權董事報酬由董事會決定的情形下，本文之建議亦未剝奪董事會之最終決定權。

綜上，本文認為少數股東選任部分薪酬委員會成員不僅可以解決長久以來獨立性的難題，也可相當程度限縮因採用 ESG 連結薪酬而膨脹的裁量空間。

二. 薪酬委員會之專業性

(一.) 美國規定

美國 Rule 10C-1、NASDAQ 上市規則及 NYSE 上市公司手冊均未要求薪酬委員會成員具備一定專業資格。但 Rule 10C-1 規定薪酬委員會得在其職權範圍內取得薪酬顧問 (compensation consultant)、獨立法律顧問或其他顧問之建議¹¹²。薪酬委員會應直接負責指派上述顧問，並監督其工作¹¹³。然而，上述規定並不強制要求薪酬委員會須取得外部顧問之建議，或影響薪酬委員會履行其職務¹¹⁴。

Rule 10C-1 亦同時注意到上述顧問之獨立性問題，故規定發行人應考慮以下例示之獨立性因素，以及其他證交所規定之因素，包括：顧問是否提供發行人其他服務、顧問薪酬占顧問公司全部收入之比例、顧問公司防免利益衝突的政策、顧問與薪酬委員會成員之商業或個人關係、顧問持有發行人股票、顧問與發行人執行長之商業或個人關係¹¹⁵。

NASDAQ 上市規則中，關於薪酬顧問、獨立法律顧問或其他顧問之規定與上述的 Rule 10C-1 相同¹¹⁶。然而，NASDAQ 上市規則特別指出薪酬委員會雖然

¹¹² 17 C.F.R. § 240.10C-1(b)(2)(i).

¹¹³ *Id.* § 240.10C-1(b)(2)(ii).

¹¹⁴ *Id.* § 240.10C-1(b)(2)(iii).

¹¹⁵ *Id.* § 240.10C-1(b)(4).

¹¹⁶ The Nasdaq Stock Market LLC Rules § 5605(d)(3).

須進行顧問的獨立性評估，但 NASDAQ 上市規則並未要求薪酬委員會僅能接受具備獨立性的顧問建議¹¹⁷。在此方面，NYSE 上市公司手冊基本上與 NASDAQ 上市規則相同¹¹⁸。

(二.) 我國實務上的建議

如「肆、一、(三.)、2.」之討論，薪酬委員會之專業性也是 ESG 連結經理人薪酬的關鍵。薪酬委員會所設計的薪酬品質涉及時間、資訊與專業知識等三要素¹¹⁹。薪酬委員會成員越具備獨立性，則越可能欠缺必要之資訊與專業知識。此外，欠缺 ESG 相關專業的不足也可能使薪酬委員會無法妥善履行職責。因此，公司可直接選任薪酬顧問擔任公司薪酬委員會之成員，或者聘請薪酬顧問協助薪酬委員會成員。然而，為避免薪酬顧問過度偏袒薪酬經營階層，我國學者亦曾倡議我國應效仿美國之規定，明文要求薪酬委員會應考量薪酬顧問之獨立性問題，以建立完善且成熟的薪酬顧問聘用標準¹²⁰。

除了外部顧問，公司也不應忽視從公司內部增進 ESG 專業性的可能。具體而言，ESG 本身是相當廣泛之概念，即便是個別環境、社會和治理概念底下均有多重面向，薪酬委員會欲涵蓋之範圍愈多，其專業性愈顯不足¹²¹。因此，薪酬委員會宜簡化其目標。另一方面，增加薪酬委員會成員的多元性亦可一定程度彌補 ESG 專業性不足的問題¹²²，而前文所建議的薪酬委員會成員選任方式亦可相當程度避免成員的背景過於相近。最後，為確保 ESG 連結薪酬符合公司 ESG 策略和總體目標，薪酬委員會與公司專責永續事務與規劃的單位，例如永續委員會，應更密切地溝通資訊與決策。

上述建議固然有助於確保薪酬設計與公司 ESG 表現的關聯性，但本文欲進

¹¹⁷ *Id.*

¹¹⁸ See NYSE Listed Company Manual, s 303A.05(c)(i)-(iv).

¹¹⁹ See Nicola Faith Sharpe, *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 SEATTLE U.L. REV. 1434, 1451 (2011).

¹²⁰ 郭大維，薪酬委員會之定位及違反其規定之效力——評最高法院 107 年度台上字第 1280 號民事判決，月旦裁判時報，101 期 2022 年 11 月，頁 77；蔡昌憲，前引註 55，頁 289。

¹²¹ See HEIDRICK & STRUGGLES, CHANGING THE CLIMATE IN THE BOARDROOM 24 (2021).

¹²² See Fairfax, *supra* note 15, 399-400.

一步指出，另一個待解決的問題是：因達成 ESG 績效所發放之薪酬是否高於同業水準？

薪酬委員會辦法第 7 條第 2 項 1 款要求薪酬委員會參考「同業通常水準支給情形」建議經理人之薪資報酬。然而如上所述，ESG 績效欠缺統一的衡量標準，因此兩家公司的 ESG 表現可能沒有可比性，自然也不易比較某一公司的 ESG 連結經理人薪酬相較於同業公司是否過於慷慨。

就此而言，薪酬顧問雖然可以提供同業資訊供薪酬委員會參考¹²³，但未必可以解決 ESG 表現可比較性的問題。因此，本文認為目前更適當的做法是將 ESG 連結薪酬的條件與 ESG 評等掛勾，例如聯電的限制員工權利新股之既得條件即是一例。

如前所述，ESG 評等不可避免地有評等結果分歧、評等方法不透明與利益衝突等問題¹²⁴，受評等公司也可能僅採用有利自己的 ESG 評等；然而，目前歐盟已將各大 ESG 評等機構納管¹²⁵，日本¹²⁶、新加坡¹²⁷與我國集中保管結算所¹²⁸也提出相對應之行為準則，故吾人可預期 ESG 評等的品質將逐漸趨於穩定。

應特別注意的是，不同機構所提供的 ESG 評等可能有截然不同的意涵¹²⁹。以 MSCI 為例，該機構所提供的 ESG 評等僅顯示公司暴露於 ESG 風險的程度，換言之，MSCI 僅考慮 ESG 因素是否以及如何影響受評等公司的財務表現，並非

¹²³ Ruth Bender, *Paying for Advice: The Role of the Remuneration Consultant in U.K. Listed Companies*, 64 VAND. L. REV. 359, 364-65 (2011).

¹²⁴ See generally Florian Berg et al., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, 26 REV. FIN. 1315 (2022); Javier El-Hage, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?*, 26 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 359, 368 (2021).

¹²⁵ *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings: Council and Parliament Reach Agreement*, EUR. COUNCIL (Feb. 5, 2024), <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>.

¹²⁶ FIN. SERV. AGENCY, THE CODE OF CONDUCT FOR ESG EVALUATION AND DATA PROVIDERS (2022).

¹²⁷ *MAS Publishes Code of Conduct for Providers of Environmental, Social, and Governance (“ESG”) Rating and Data Products*, MONETARY AUTHORITY SING. (Dec. 6, 2023), <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2023/mas-publishes-code-of-conduct-for-providers-of-esg-rating-and-data-products>.

¹²⁸ 臺灣集中保管結算所股份有限公司 (2023)，臺灣集中保管結算所股份有限公司 ESG 評等機構行為準則，https://irplatform.tdcc.com.tw/mgmt/upload/insight/402897978c40009001_8c434cd07e0035.pdf。

¹²⁹ DANIEL CASH, ESG RATING AGENCIES AND FINANCIAL REGULATION 89 (2024).

評價公司的 ESG 政策如何影響社會¹³⁰。公司取得較高的 MSCI ESG 評等時，未必代表其 ESG 措施對於社會有更正面的影響。薪酬委員會使用 ESG 評等時，不應誤導投資人。

除此之外，薪酬委員會使用 ESG 評等結果作為薪酬發放條件時，亦應善盡其受託人義務，了解 ESG 評等背後的方法、範圍與限制，並說明其選擇的正當性，同時考量該 ESG 評等機構與公司經營階層或大股東間之利害關係。

三. Say on Pay

(一.) 美國關於 Say on Pay 之規定

在二〇〇八年金融危機後，美國的華爾街改革與消費者保護法案（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）增訂一九三四證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第 14A 條，要求股東至少每三年針對 S-K 規則第 402 點（Item 402 of Regulation S-K）所揭露之經理人薪酬表決一次¹³¹。股東至少每六年應決定一次前述之 Say on Pay 頻率（可為一年一次、兩年一次或三年一次）¹³²。Say on Pay 的結果對於發行人或發行人之董事會並無拘束力，且不影響董事會的受託人義務¹³³。另外，Say on Pay 僅能針對經理人薪酬包裹式投票，無法針對細項投票¹³⁴。

(二.) Say on Pay 之正反意見

Say on Pay 的效果頗具爭議。贊成者認為此制度有助於薪酬透明性和課責，並讓股東有機會針對薪酬方案的品質表示意見¹³⁵，並促使公司回應股東之意見

¹³⁰ *ESG Ratings Methodology*, MSCI 4 (Apr., 2024), <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf>.

¹³¹ 15 U.S.C. § 78n-1 (a)(1).

¹³² 15 U.S.C. § 78n-1(a)(2).

¹³³ *Id.* § 78n-1(c).

¹³⁴ Randall S. Thomas et al., *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance*, 97(5) CORNELL L. REV. 1213, 1225 (2012).

¹³⁵ *Empowering Shareholders on Executive Compensation: H.R. 1257, the Shareholder Vote on Executive Compensation Act: Hearing Before the Comm. on Fin. Servs U.S. House of Representatives*, 110th Cong. 68-69 (2007) (Written Testimony Submitted by Professor Lucian A. Bebchuk) [hereinafter

¹³⁶。另外，根據實證研究，學者指出 Say on Pay 對於董事有名譽制裁之效果，因此有效監督經理人薪酬¹³⁷。

反對者認為 Say on Pay 無法帶來真正的改變，以下介紹其中與本文焦點較為相關之論點。第一，Say on Pay 的結果可能使董事會卸責。學者指出，董事本須承擔經營決策的全部後果與名譽監督；然而，股東投票支持經理人薪酬計畫後，假使日後發生爭議，外界的指責和輿論壓力可能因此不再集中於董事¹³⁸。第二，Say on Pay 是事前（*ex ante*）投票，在經理人尚未完成任期前，股東無法預知薪酬是否不當¹³⁹。第三，股東處於資訊不對稱之困境，故無法正確判斷薪酬的合理性。強制資訊揭露、投票顧問和媒體或許可部分緩解資訊不對稱，但終究無法消弭此問題¹⁴⁰。

另外，學者觀察美國 Say on Pay 實務，發現 Say on Pay 對於績效不佳的公司固然有制約之效果，但在績效優異的公司，股東似乎不在乎超額薪酬，因此 Say on Pay 似變相鼓勵經理人更重視短期股價成長¹⁴¹。

(三.) Say on Pay 是否可以解決 ESG 薪酬之問題？

我國有學者認為現行法制尚不必引入 Say on Pay，蓋因不論實務做法為何，我國公司法第 196 條終究維持「股東會中心主義」，再賦予股東額外表決權恐有疊床架屋之虞；再者，我國投資人以散戶為主，散戶恐無能力和誘因積極參與 Say on Pay¹⁴²。

本文認為上述部分見解恐有誤會，蓋 Say on Pay 僅針對經理人薪酬，因此與

Bebchuk Testimony].

¹³⁶ Thomas et al., *supra* note 134, at 1256-57.

¹³⁷ Fabrizio Ferri & David A. Maber, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, 17(2) REV. FIN. 527, 531 (2013).

¹³⁸ Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, 36(2) DEL. J. CORP. L. 417, 435 (2011).

¹³⁹ *Id.* at 449-50.

¹⁴⁰ *Id.* at 452-56.

¹⁴¹ Jill Fisch et al., *Is Say on Pay All About Pay: The Impact of Firm Performance*, 8 HARV. BUS. L. REV. 101, 103-04 (2018).

¹⁴² 周振鋒，前引註 110，頁 253-256。

公司法第 196 條所規定之董事報酬無涉，而經理人薪酬由董事會決定，若由股東會進行無拘束力表決，難謂有重複之嫌。

本文認為，Say on Pay 在我國可能水土不服的原因恐與公司股權結構有關。在美國背景下，Say on Pay 主要是為了處理分散型股權結構下經理人與股東間的代理問題，換言之，美國的經理人薪酬問題起因於經理人對董事之影響力過大¹⁴³。相較之下，如前文所述，我國公司多為集中型股權結構，經理人薪酬的監理宜從控制股東與小股東間的代理問題觀察與著手。在此前提下，給予股東會表決機會似乎無助於小股東保護，更可能變相護航不當薪酬¹⁴⁴。

姑且不論 Say on Pay 本身在我國的問題，本文對於 Say on Pay 能否增加 ESG 連結經理人薪酬的有效性和正當性亦持保留態度。有學者統計 Say on Pay 的數據後指出 Say on Pay 有助於促使公司採用 ESG 連結薪酬¹⁴⁵，然而此結果無法推論 Say on Pay 能否強化 ESG 連結薪酬的「品質」。美國法下的 Say on Pay 僅能對經理人薪酬進行包裹式表決，表決結果是否能凸顯股東對於 ESG 連結薪酬之看法，仍有疑問¹⁴⁶，且可能還會因為其他因素例如公司股票價格等而模糊焦點；即便將 ESG 連結經理人薪酬部分單獨表決，單純同意或反對之結果亦可能無法反應股東對於 ESG 的不同期待，董事會亦可能無所適從。再者，如本文「參、三」之觀察，實務上 ESG 連結經理人薪酬的揭露狀況並不理想，股東的投票結果可能係基於不充分的資訊。

相較之下，本文所建議的薪酬委員會成員選任方式似乎更能確保少數股東的意見有機會在制定薪酬時即被重視與討論，進而監督薪酬決定過程之裁量與 ESG 連結薪酬之品質。

¹⁴³ Stephen M. Bainbridge, *Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority* 2 (UCLA Sch. of L., Research Paper No. 08-06, 2008).

¹⁴⁴ Lance Ang, *Capitalist Variations In "Say on Pay": A Look at Corporate Governance Contradictions in Singapore and Hong Kong*, 15(2) U. PA. ASIAN L. REV. 222, 274 (2020).

¹⁴⁵ Mary Ellen Carter et al., *Say on ESG: The Adoption of Say-on-Pay Laws, ESG Contracting, and Firm ESG Performance* 22-23 (Eur. Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 886/2023, 2024).

¹⁴⁶ See Bebchuk Testimony, *supra* note 135, at 6-7.

四. 薪酬揭露規定之檢討

如上所述，完整的資訊揭露是外部監督薪酬的前提，然而，我國實務上 ESG 連結經理人薪酬多半未完整揭露其薪酬發放條件、條件之意義與達成情形。

有鑑於此，本文建議我國的薪酬揭露規定應明確要求公司詳細論述決定薪酬發放的 ESG 條件為何、條件之意義與貢獻、薪酬決定之邏輯和脈絡、薪酬條件達成情形。具體可參考美國薪酬討論與分析（Compensation Discussion and Analysis, CD & A）之規定。依 S-K 規則第 402 點之規定，公司 10-K 年報（10-K Form）應包含 CD & A，CD & A 中應解釋經理人薪酬中的所有重要成分；此外，S-K 規則第 402 點列舉公司應在 CD & A 描述之項目：薪酬計畫之目的、薪酬計畫、薪酬之成分、支付各薪酬成分之原因、公司如何決定各薪酬成分之金額、各薪酬成分與薪酬目的之契合情形、公司是否以及如何考量最近一次 Say on Pay 結果¹⁴⁷。

更細緻化的薪酬揭露規定固然有其意義，然而即便已課予較嚴苛的揭露義務與說明義務，如「參、三」所述，學者仍指出實務上美國公司所揭露的 ESG 連結經理人薪酬資訊仍不理想，顯見單純賦予資訊揭露之義務也無法保證其揭露品質，揭露規定之執行仍是重點。

針對此難題，本文所建議的薪酬委員會成員選任方式或許也有一定程度的助益。少數股東所選任的薪酬委員會成員是否連任，取決於少數股東是否滿意其表現，故此類薪酬委員會成員應有更強烈的動機對股東詳細闡述薪酬委員會決定薪酬的目的、過程、預期效果與薪酬條件達成情形，以達溝通、負責之效果。

陸、結論

本文首先從理論著手，指出 ESG 連結經理人薪酬似可作為公司的 ESG 問責機制，但也發現此機制的缺陷。簡言之，ESG 連結經理人薪酬可能使薪酬委員會

¹⁴⁷ (Item 402) Executive compensation, 17 CFR § 229.402 (b)(1) (2024).

獲得更大的裁量空間，但此裁量空間欠缺有效之監督與制衡。本文進一步檢視我國 ESG 連結經理人薪酬的運作實務，印證了上述疑慮；而我國薪酬法制卻無法確保薪酬委員會獨立於控制股東，也不足以使薪酬委員會具備應有的 ESG 專業，薪酬揭露規定亦有不足。

ESG 連結經理人薪酬的作法方興未艾，其後續發展仍待觀察，但本文嘗試提出一些建議，希望能夠補充既有制度和實務措施的不足。在薪酬委員會獨立性的方面，本文建議我國法院勇於建立獨立性審查標準，並建議由少數股東選任部分的薪酬委員會成員，以此緩和 control 股東對薪酬委員會的潛在影響，並使 ESG 連結經理人薪酬可以考量少數股東的需求和意見。同時，允許少數股東選任部分薪酬委員會成員也可望改善薪酬揭露的品質。專業性方面，除了移植美國法上外部薪酬顧問之規範，本文建議薪酬委員會善用 ESG 評等作為薪酬發放條件，亦鼓勵薪酬委員會與永續委員會之水平資訊交流，使 ESG 連結經理人薪酬更好結合公司的總體永續策略與承諾。