

高階經理人薪酬結構設計與公司政策研究

文·圖／吳儀玲

高階經理人的薪酬是一個複雜和有爭議的話題。美國財務會計準則委員會和證券交易委員會曾就改革高階經理人薪酬多次採取強硬立場。例如財務會計準則委員會要求所有公開發行公司需將2005年以後給予之員工認股權酬勞按公平價值認列為費用。2006年美國證券交易委員會再次修訂要求更廣泛披露高管薪酬契約的具體細節，並增加“薪酬討論和分析”報告（CD&A, Compensation Discussion and Analysis）。2010年Dodd-Frank華爾街改革和消費者保護法案（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）要求股東有權就公司高管薪酬表示贊成與否之投票表決制度（Say-on-pay）。2018年起美國證券交易委員會要求美國的上市公司強制性披露CEO與員工薪酬中位數的比率，即「薪酬比」（Pay ratio）。

績效評估契約與CEO薪酬

CEO薪酬結構設計會影響CEO承擔風險的誘因，進而影響公司風險承擔。當高階經理人股票選擇權薪酬愈高，CEO的薪酬和財富對於公司股價波動度的敏感度（一般用希臘字母vega表示）越高，CEO將有較大誘因去承擔風險。在2005年採用員工認股權酬勞按公平價值認列為費用之後，研究發現股票選擇權薪酬下降，但此下降和公司風險的變化無關。這些研究方法忽略了一個重要事實（如圖1所示），高階經理人薪酬結構在2005年前後發生重要轉變：愈來愈多公司減少股票選擇權薪酬，而增加採用績效評估契約來決定CEO薪酬。此為筆者近年研究主題之一，即CEO績效評估契約如何影響CEO承擔風險的誘因及影響CEO差別性承擔系統性風險，以及公司特有風險的誘因（初步研究發表論文成果見^[1]）。

績效評估契約使用的績效指標為以下兩類之一：在相對績效評估（Relative performance evaluation）契約中，CEO薪酬是由公司績效相對於董事會所挑選的績效基準所決定。通常績效基準為同業公司或股市指數、產業指數的績效，而公司的績效即是

跟績效基準做比較。在絕對績效評估（Absolute performance evaluation）契約中，公司績效則是跟公司過去的績效比較。

相對績效評估契約透過至少兩個途徑來影響CEO承擔風險的誘因。第一個途徑是競賽誘因機制（tournament incentives），即創造外部或企業間的競爭，以其所產生之差異為激勵機制，使CEO有誘因制定公司特有政策，就是和績效基準有差異性的公司政策。如此，讓公司有較高的可能性超越績效基準，CEO因此能獲得更高薪酬。第二個途徑是透過相對績效評估契約績效薪酬的支付——績效的凸性關係（convexity），使得CEO更願意承擔風險。績效評估契約薪酬支付是等績效評估期限到期時支付股票、股票選擇權或現金。在典型的績效評估契約下，CEO不會收到任何支付，直到達成最低績效門檻（threshold），通常還會有績效上限（ceiling），超過該上限即不再支付。在這兩者之間是所謂激勵區（incentive zone）。在激勵區中，要授予的支付證券數量會隨績效而增加。對於許多績效評估契約而言，要授予的支付證券數量和績效是凸性關係（如圖2所示），凸性越大，CEO必須承擔的風險越高。

然而，要授予的支付證券數量和績效是凹性關係並不少見（請參見^[2]圖1a），有可能會降低CEO承擔的風險。我們的數據顯示，絕大多數相對績效評估契約使用股票績效指標和股票證券支付，而絕大多數絕對績效評估契約使用會計的績效指標和現金支付。由於各種會計績效指標都有自己的隨機過程，研究指出絕對績效評估契約中，現金支付和會計的

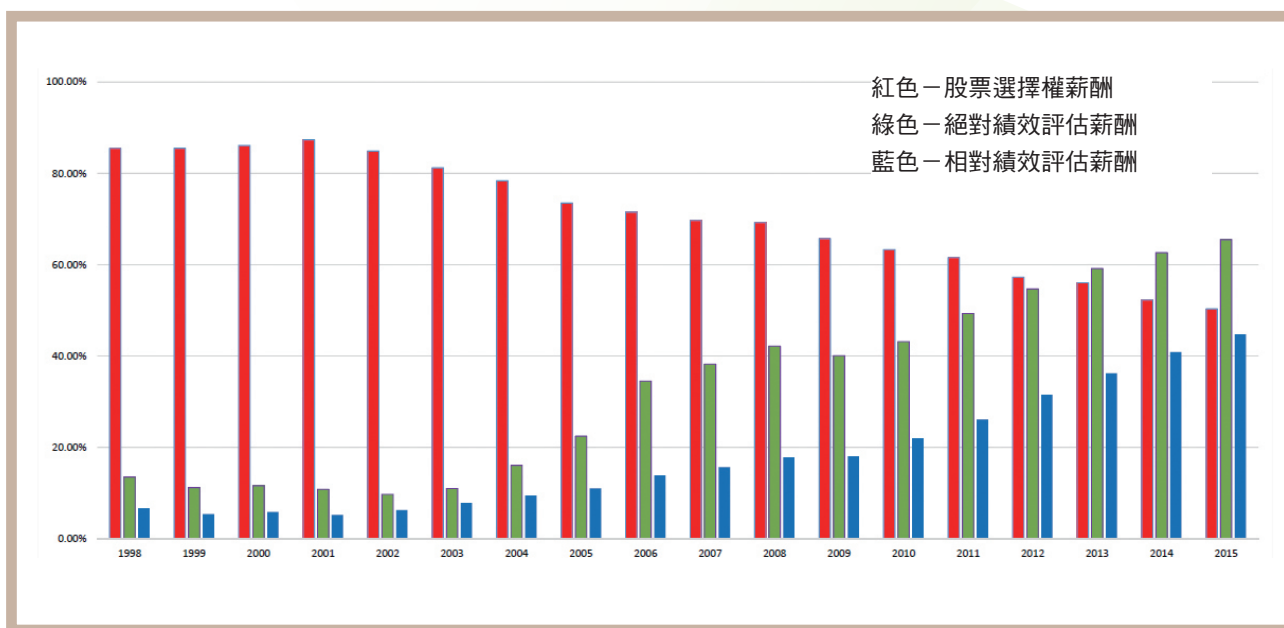


圖1：高階經理人薪酬結構的變化趨勢：1998至2015年

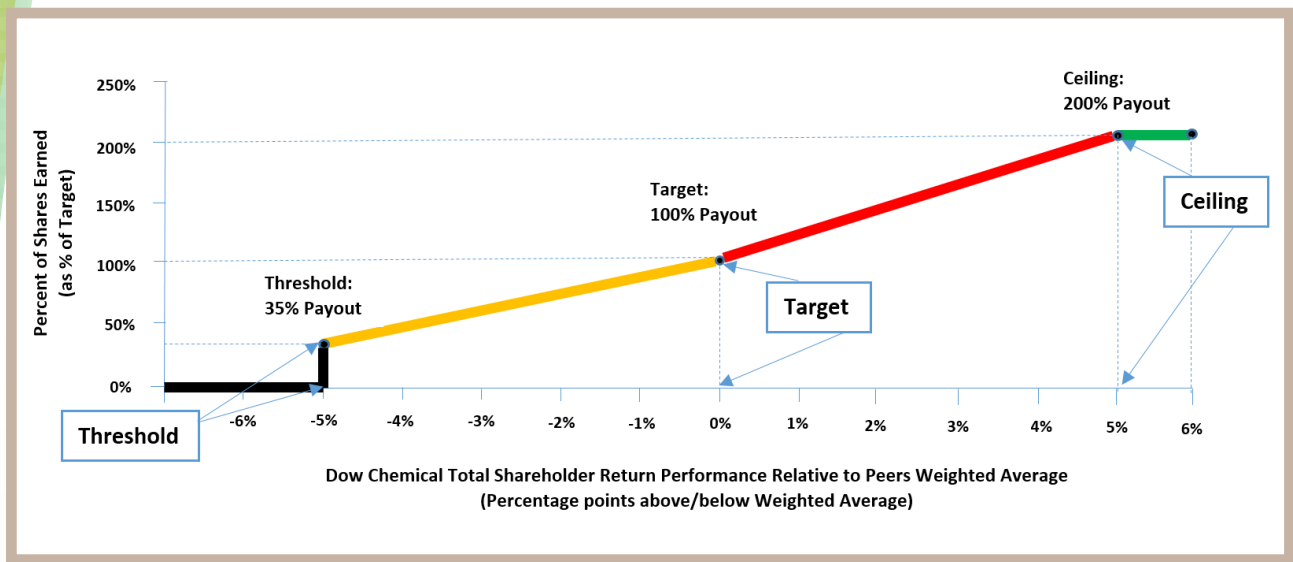


圖2：高階經理人績效評估契約支付證券數量和績效在激勵區是凸性關係

績效指標呈現凸性關係，但會計的績效指標和股票收益之間可能無相關或甚至負相關。因此，即使絕對績效評估契約提供CEO增加了會計指標風險的誘因，此誘因卻不一定轉化為增加股票收益風險或增加公司特定風險。此外，相對績效評估契約使用股票證券支付更增加了相對績效評估契約績效支付——績效的凸性。當績效評估期限到期時使用現金支付（如大多數絕對績效評估契約），事後實現績效的支付現金金額——績效的關係與事前預定支付現金數量——績效的關係完全一樣。但是，如果績效評估期限到期時使用股票證券支付，並且使用股票績效指標（大多數相對績效評估契約就是這種情況），那麼事後股票證券支付數量和事後股票證券支付每單位價值都會隨事後實現股票績效指標的增加而增加。因此，事後實現的支付股票價值在激勵區內是事後股票績效的二次函數關係。

相對績效評估是否為最佳契約

在早期的委託代理人理論模型之下，相對績效評估是最佳契約，因為公司績效改善（或變差）是受外部不可控制之因素所影響，如總體經濟或產業因素。相對績效評估明確的排除這些不可控制因素，而只獎勵CEO公司績效改善之原因，確實是因為CEO決策或能力使然。然而，在近期更複雜的理論模型下（請參見^[3]、^[4]、^[5]），相對績效評估明確的排除影響公司績效之不可控制因素並非最佳契約。公司必須提供誘因激勵CEO提早預測和進行最佳策略調整產業佈局，以因應未來總體經濟或產業不可控制因素對公司造成的機會（或威脅）。所以這些近期模型預期CEO薪酬應該和公司暴露於系統性風險成正相關。

結語

CEO薪酬結構設計會影響CEO承擔風險的誘因，一般用希臘字母vega表示CEO的薪酬和財富對於公司股價波動度的敏感度。如何將績效評估契約以會計績效指標，和績效支付——績效的凸性關係（convexity）納入vega衡量是未來的研究主題。（本期專題策畫／政治學系蘇彩足教授&國際企業學系黃恆獎教授）

參考文獻：

- [1] Wruck, Karen H., Wu, YiLin, 2021. Relative versus absolute performance evaluation and CEO decision-making. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (forthcoming)
- [2] Bettis, C.; J.; Bizjak, J., Coles, L., Kalpathy, S., 2018. Performance-Vesting Provisions in Executive Compensation. *Journal of Accounting and Economics* 66, 194–221.
- [3] Chaigneau, Pierre, Edmans, Alex, Gottlieb, Daniel, 2018. Does improved information improve incentives? *Journal of Financial Economics* 130, 291–307.
- [4] Gopalan, R., Milbourn, T., Song, Fenghua, 2010. Strategic flexibility and the optimality of pay for sector performance. *Review of Financial Studies* 23, 2060–2098.
- [5] Noe, T. H., Rebello, M. J., 2012. Optimal corporate governance and compensation in a dynamic world. *Review of Financial Studies* 25:480–521.



吳儀玲小檔案

美國芝加哥大學財務金融學博士。曾任香港科技大學助理教授，美國華盛頓大學（聖路易）訪問助理教授，國立清華大學助理教授及副教授。現任國立臺灣大學經濟學系教授。主要研究領域包括：CEO 薪酬結構設計、CEO 相對績效評估和絕對績效評估、CEO 績效評估模式、CEO 長期聘用契約，公司投資，和氣候變化風險等，研究成果發表於 *Journal of Financial Economics*、*Journal of Financial and Quantitative Analysis*、*Journal of Corporate Finance*、*Journal of Banking and Finance* 等。