

國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

董監事與經理人超額報酬對於公司績效的影響

The Effect of Top Managers and Directors' Excess
Compensation on Firm Performance

研究生：陳玫竹

指導教授：鍾惠民 博士

中華民國九十九年六月

董監事與經理人超額報酬對於公司績效的影響
The Effect of Top Managers and Directors' Excess
Compensation on Firm Performance

研究生：陳玫竹

Student : Mei-Chu Chen

指導教授：鍾惠民 博士

Advisor : Dr. Hui-Min Chung



Submitted to Graduate Institute of Finance
College of Management
National Chiao Tung University
in partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master of Science
in
Finance

June 2010
Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年六月

董監事與經理人超額報酬對於公司績效的影響

研究生：陳玫竹

指導教授：鍾惠民 博士

國立交通大學財務金融研究所碩士班

2010年6月

中文摘要

2008年來美國金融海嘯導致嚴重的經濟蕭條，然而美國許多金融機構在接受政府機構援助同時，持續發放高額的薪酬，引發社會觀感不佳的問題。薪酬制度在學術上一直是備受矚目的議題，金融海嘯後又被重新檢視，許多學者開始考量過去薪酬制度可能產生的弊端與風險。本研究收集台灣上市櫃公司2005~2008年薪酬資料，在控制董監事以及經理人薪酬影響因子後，發現董監事與經理人超額薪酬具有正向關係，我們假設正相關係由於董監事與經理人的親信情形，將導致代理問題發生，董監事無法有效監督經理人經營決策。實證結果顯示，超額薪酬將導致公司未來績效表現較弱，支持任用親信假說。

關鍵字: 公司治理、高階經理人薪酬、董監事薪酬、公司績效、任用親信

The Effect of Top Managers and Directors' Excess Compensation on Firm Performance

Student : Mei-Chu Chen

Advisor : Dr. Hui-Min Chung

Graduate Institute of Finance
National Chiao Tung University

June 2010

Abstract

A recent stream of literature shows that board is an important corporate governance mechanism. This paper analyses the relationship between board of director and top manager's compensation, we find that after controlling the main determinants of compensation package, board of directors and top management's excess compensation have positive relationship. We hypothesize this positive relationship is due to cronyism; therefore, board of directors and top management may pursue their own benefit, and lead to agency problem. Our empirical result support our hypothesis, the excess compensation will cause poor performance.

Keywords: Compensation; Corporate governance; performance; cronyism

誌謝

在交大財金兩年學習過程時間飛逝，轉眼即將要離開校園，朝向人生下一個階段邁進，在這裡要感謝這段期間許多人對我的提攜與幫助。首先本論文得以順利完成，要感謝鍾惠民老師的悉心指導與劉志良學長的協助與建議，在此獻上由衷的感謝。另外，還要感謝口試委員林建榮老師、許美滿老師以及吳志強老師在百忙之中前來指導，並提供諸多寶貴建議，讓我把論文寫的更臻完善。

在研究所兩年的學習過程中，我交到了一群志同道合的好朋友，過程中有歡笑、有淚水，很開心有機會可以來到交大念書，讓我的學術專業、視野的深度與廣度都增加了許多。在此我要首先感謝我的家人對於我的莫大鼓勵，分享我學習的點滴，當作我的精神支柱；另外我也要感謝宿舍的室友們，陪我一起聊天到半夜、一起埋首論文的的日子，有你們的陪伴，讓我在學校的生活更加的多采多姿，感謝妳們。最後我還要感謝我的好姊妹們，在我忙首於學校課業以及論文而疏於與妳們聯絡時，仍然對我不離不棄，在我沮喪時給予我莫大的鼓勵與關懷，在我開心時一同分享我的喜悅。

在此謹將此論文獻給我摯愛的家人、恩師及所有關心與協助我的好朋友們

陳玫竹 謹誌於
交通大學 財務金融所
中華民國九十九年六月

目錄

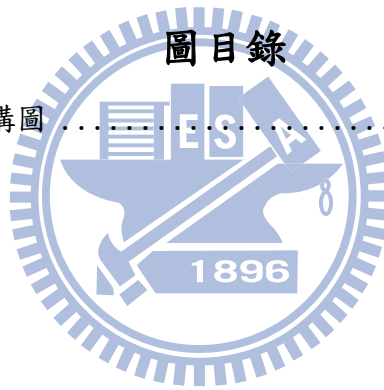
中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
誌謝.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
圖目錄.....	v
第一章 緒論.....	1
第二章 文獻回顧.....	3
2.1 董事會與公司治理.....	3
2.2 董事會效能與高階經理人薪酬.....	4
2.3 其他影響薪酬因素.....	6
第三章 研究方法.....	8
3.1 研究架構.....	8
3.2 研究假說.....	9
3.3 樣本來源.....	9
第四章 實證結果.....	15
4.1 樣本敘述統計分析.....	15
4.2 董監事與經理人薪酬.....	16
4.3 董監事與經理人薪酬相互關係.....	18
4.4 薪酬與績效.....	20
4.4.1 薪酬總額與績效.....	20
4.4.2 超額薪酬與績效.....	22
4.4.3 公司特性與任用親信.....	24
第五章 結論.....	27
參考文獻.....	28

表目錄

表一	變數定義	14
表二	樣本敘述統計量	15
表三	董監事、經理人薪酬估計式	16
表四	董監事(經理人)超額薪酬對經理人(董監事)薪酬回歸	19
表五	薪酬與績效迴歸式	21
表六	超額薪酬與公司績效	23
表七	集團(非集團)與薪酬、公司績效	24
表八	資訊揭露評鑑與薪酬、公司績效	25
表九	產業別與薪酬、公司績效	26

圖目錄

圖一	研究架構圖	8
----	-------------	---



第一章 緒論

2008 年金融海嘯重創全球經濟，董監事以及高階經理人薪酬議題又逐漸受到重視。在美國許多大型企業如雷曼兄弟、AIG 以及美國三大汽車，在企業面臨破產重整、在接受政府的金援紓困同時，發放給高階經理人鉅額薪酬與紅利，引發社會觀感不佳民眾反感情緒，將該些 CEO 稱之為肥貓 (fat cat)。

董監事一直以來被認為是監督經理人的重要機制，設計良好的高階經理人薪酬制度，可提高經理人與股東利益的一致性，降低代理問題。然而根據紐約時報報導，在 2001 年恩隆(Enron)破產¹前，該公司董事領取 380,619 美元薪酬總額，為當時美國董酬勞第七高企業。因此我們懷疑，為何董事會領取如此高額報酬，卻無法對經營者進行有效的監督，導致較差的績效表現。

過去有許多文獻指出，沒有效率的董事會無法有效監督公司經營(Jensen 1993; Core et al. 1999; Brick et al. 2006)。Jensen (1993)指出，董事會文化為董事會監督機制無法有效運作的原因，董事可能為維護席次以及維持與經理人和諧，與經理人保持友好關係，導致經理人掌握更多權力。Core et al. (1999) 研究發現，董事會與股權結構對於 CEO 薪酬有很大的關聯性，若董事會效能與股權結構公司治理機制較差時，CEO 擁有較高的薪酬水準，而公司績效表現卻變差。

Brick et al. (2006) 指出，董事與經理人在超額薪酬與監督機制上有互利效果 (mutual back scratching)，董事成員與經理人之間會任用親信 (cronyism effect)，並給予親信較高的薪酬水準。任用親信將導致董事與經理人追求個人利益，傷害多數股東權益。Chen and Lee (2008) 研究台灣股市發現，當公司治理機制較差時，家族性控制股

¹ 美國恩隆案就是高階主管和經營團隊為了掩飾其財務報表的虧損，利用人頭帳戶開設公司，勾結會計事務所作假帳，捏造虛假的交易活動，欺騙公司的股東和投資大眾，致使恩隆公司賠上長久經營的信譽，也讓無辜之投資大眾蒙受損失。

東管理者擁有較高的薪酬，當董事長兼任經理人時，家族其他成員的薪酬水準較高，顯示當公司治理機制較差時，容易產生任用親信行為。

台灣上市櫃企業家族型態眾多，交叉持股與友好集團情形普遍，公司董監事與經理人常常為家族成員或友好集團成員擔任，Yeh et al. (2001)研究指出台灣上市櫃公司，發現台灣 76% 公司為主要家族企業控制，66.45% 董事會由家族成員掌控，產生出許多公司治理弊端，因此我們發現任用親信在台灣上市企業為一重要研究議題。

本研究以 2005~2008 台灣上市櫃公司進行分析，欲探討董監事與經理人薪酬的連結度，並分析是否存在任用親信的情形，與對公司績效的影響。以下將內容分為第二章為文獻探討、第三章為研究方法、第四章實證結果分析與第五章為結論分別討論之。



第二章 文獻回顧

本研究欲探討影響董監事與經理人超額報酬對於公司績效的影響。因此本章節回顧過去對於董監以及經理人薪酬以及公司治理與績效的相關文獻。

2.1 董事會與公司治理

董事會一直以來，被認為是監督經理人運作的重要內部機制，董事會在裁量各項決議時，需平衡股東及各種利害關係人的利益，以創造公司長期利益為最大目標。根據 OECD 公司治理原則中，董事會職責包括：審查公司重要經營決策、年度預算、設定績效目標並監督公司治理實務；選任及監督公司高級主管，決定其酬勞；確保公司財務會計制度健全，依循法規運行；建立良好的資訊揭露制度等。

過去有許多文獻探討董事會結構對公司治理的影響，Jensen (1993)認為董事會文化為董事會無法有效運行的主要原因，許多董事為了維護自身席次，將以維持公司內部和諧為優先考量，在此文化下董事會不會隨意更改公司政策，創造與經理人友好關係，導致董事會無法進行有效監督機制。

董事會規模方面，當董事會人數過大時，會降低議事效率，導致搭便車問題 (free rider)，形成無效率的董事會 (Jensen, 1993)。董事長兼任經理人時，代表公司經營權與所有權無法有效分離，董事會獨立性不足，降低董事會效能 (葉旻其, 2008; Jensen, 1993)；而有部分學者持相反意見，認為董事長兼任經理人時，能促使經理人與股東目標的一致性，並有效降低代理問題，因此能夠提升公司績效表現 (Donaldson and Davis, 1994)。Jensen (1993)認為，董事會成員為了避免衝突與維持和諧，會授予 CEO 更多的管理以及談判權利，並減低對經營權的監督與干涉，當 CEO 擁有較高的管理與談判權時，擁有較高的薪酬水準。

綜上文獻我們可知道如何建構有效率的董事會學術上有相當多的論述，當董事會能夠有效發揮內部監督效果時，有助於內部公司治理機制發展，降低代理問題、促使管理者與股東利益一致；然而，當董事會機制無法有效發揮時，將導致公司績效表現下降 (Basu et al., 2007; Jensen and Murphy, 1990; Core et al., 1999; 葉旻其, 2008)。

2.2 董事會效能與高階經理人薪酬

董事會一直以來，被認為是監督經理人運作的重要內部機制，當董事會結構以及公司治理較差時，經理人擁有較高的報酬(Core et al., 1999)。Crystal (1991) 指出，外部董事通常由 CEO 雇用或解任，因此為了維護自身的職位以及薪酬水準，許多外部董事不願意與 CEO 產生利益衝突，CEO 在董事會決議薪酬方案時，可藉由對外部董事的控制權進行干涉，因此外部董事會傾向給予經理人較優渥的水準，顯示與經理人友好關係；Lambert et al. (1993)與 Boyd (1994) 研究均發現，CEO 薪酬與外部董監事比例呈現正相關，與 Crystal (1991)的論述一致。另外，高階經理人人力市場往往存在資訊不對稱，董事會常利用人力顧問公司獵取高階經理人，因此易導致薪酬契約圖利經理人而非股東的現象。

董事薪酬與經理人薪酬的關聯性過去已有許多文獻探討，其結果各有論述。Core et al. (1999) 發現，當董事會與股權結構在公司治理表現較差時，經理人對自身薪酬擁有較高的談判與影響空間，導致較差的公司績效。Brick et al. (2006)研究美國上市櫃公司，發現在控制公司以及經濟特性後，董事超額薪酬與經理人超額薪酬呈現正相關，且超額薪酬(董事以及經理人)對公司績效有負向影響，因此他們認為董事與 CEO 之間超額報酬係於任用親信(cronyism)的互利效果，顯示董事會無法有效運作，此時 CEO 與董事勾結追求自身利益而非極大化股東價值。 Basu et al. (2007)以日本公司為樣本，發現由於家族企業以及財團關係企業所指派的經理人，在公司治理較弱時存在超額報酬，而其超額報酬對於未來的會計績效有負向影響。上述文獻結果均證明，當董事會監督能力與任用親信呈反向關係，任用親信將產生無效率的董事會結構，而經理

人擁有較高的薪酬水準。

Khatri et al. (2006)認為互利效果是源自於社會交換理論，其定義為 A 會偏好給與 B 一有價值的有形(如晉升)或無形資源(如資訊)，傷害了對 C 而言是同等或更優先的請求權。過去實證研究發現，亞洲國家文化為集體主義(collectivism)，而集體主義企業進行交易時，會優先選擇在自己的社交網絡中企業當作交易對象。相同社交網絡中成員會對彼此較友善，基於忠誠與道德考量，認為必須給予自己團體成員更好的待遇。Khatri et al. (2006)認為，任用親信在西方國家表現在非道德面，西方國家企業的任用親信主要源於認同自我專業以及追求自利的工具；而亞洲國家除了非道德層面外，還包含了照顧親友以及表現忠誠的道德層面因素。因此，在集體主義國家中，經理人與董事往往會結盟以對抗外者，並常見任用家族成員或親信當作關係公司管理者或是董事，互利現象較嚴重，而在階層制度明顯的文化上最明顯。

Hwanga and Kim (2009)指出，傳統獨立董事為董事雖然沒有財務或家族牽絆，然而卻存在社會羈絆(Social tie)。CEO 在選擇董事時會傾向選用擁有相同學經歷、相同背景的人，進而締結友好關係，導致獨立與經理人之間無法完全獨立。因此在評估董事會效用時，不可單考量傳統董事與公司的家族以及財務關係，我們必須將董事會與經理人的社會羈絆同時納入考慮，當獨立董事與經營者存在社會牽絆時，將會降低董事會降監督效能，與 Lambert et al. (1993)以及 Boyd (1994)發現 CEO 薪酬與外部董監事比例呈現正相關論述一致。

過去實證研究，導致 1997 年亞洲金融風暴主要原因即為任用親信問題，金融機構將資金借給有問題的家族或友好企業 (Joh and Chiu, 2004)。在台灣力霸集團掏空案、博達掏空案等許多與任用親信產生的負向影響。台灣上市公司中 76% 為主要家族企業控制，66.45% 董事會由家族成員掌控(Yeh et al., 2001)，Chen and Lee (2008) 研究台灣 2000 年至 2005 上市櫃公司家族企業，發現在家族控制企業中，當公司治理機制較差時，家族成員可領取較高額薪酬。葉旻其(2008)發現家族治理方面，家族持股愈多，企業績效愈好，但家族參與經營程度愈高，企業績效卻愈差；而家族治

理下，董監薪酬水準、薪酬績效連結性均較低，其主因為家族企業下，薪酬發放以追求家族成員安定以及和諧為主要目的，故與績效連結度較低（林穎芬與劉維琪，2003）。

2.3 其他影響薪酬因素

企業在決定高階經理人薪酬因素時，還考量到許多複雜因素，包括經理人年資、學經歷，公司規模、績效、產業特性以及法規規定等，皆會影響到經理人薪酬水準多寡。就人力資源角度而言，高階經理人屬公司重要資產，而企業複雜性與經理人所承擔責任以及能力成正比，董事會在決議經理人薪資方案時，應合理的反應經理人所承擔責任與對公司的貢獻。當公司規模越大、組織越複雜以及產品越多元時，經理人需要更高的專業與心力，因此擁有較高的薪資水準（Brick et al., 2006）。此外，當企業國際化程度提高時，將提升經理人職務困難與複雜程度，其承受壓力也相對提升。此時，公司必須要提升薪資水平以符合經理人所承擔責任，因此在一國際化程度較高公司，經理人薪酬水準亦相對較高（張旨華，2002）。

績效對高階管理者薪酬間的敏感性而言，目前台灣實證研究發現會計盈餘指標為評估經理人績效的重要指標（林穎芬與劉維琪 2003；蔡柳卿,2007；歐陽豪與莊雙喜，2008），台灣整體樣本的公司較可能會採取絕對績效評估指標－資產報酬率(ROA)來決定董事長（總經理）的薪酬（歐陽豪與莊雙喜，2008）。Hill and Phan (1991)的研究指出，高階經理人薪酬與公司風險程度相關，當公司的風險愈大時，經理人面對經營不善而失去工作的機率愈大，由於高階經理人不容易再找到類似的工作，失業對其未來的現金流量有極為嚴重的影響，所以在風險較高的公司中，高階經理人會要求較高薪酬，以作為保障。

研發支出費用對於企業是提升其競爭力的重要項目之一，Aboodya and Kasznik (2000)與 Brick et al.(2006)指出研發費用的支出與未來收益有關連，且研發將提升管理者經營困難度；另外，企業投入研發支出時，短時間成效並無法有效展現，反而因此

增加財務支出，導致短期績效下降。因此，當高階經理人有權力決定投資研發時，代表經理人擁有較高的裁量權並承擔較高的風險，基於風險趨避考量必須給予額外的風險貼水。然而部分實證發現，許多董事會基於短期績效不佳考量，會減低研發支出費用並將績效不佳原因歸咎於管理者，因此減低管理者報酬，楊詠絮(2006)發現若董事會由於研發支出造成短期績效下降，裁減研發支出費用與管理者薪酬，將降低公司成長機會以及導致未來績效下降。

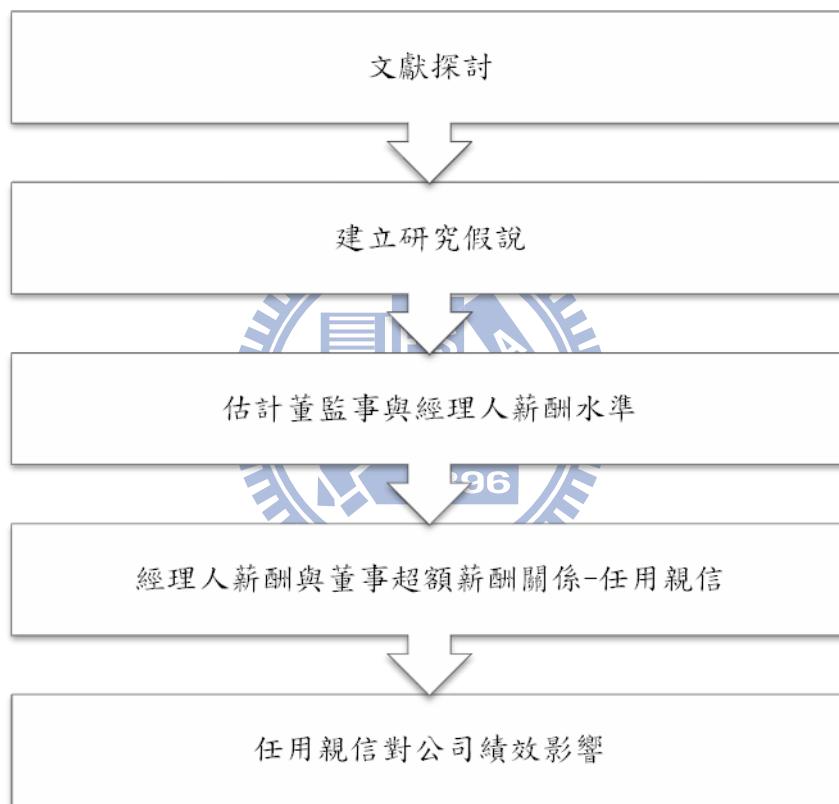
產業特性也是影響薪酬的重要因素，成長快速的產業，相對的企業危機也較大，須有優秀的高階經理人來管理企業，所以不論是薪資水準的提昇，或是激勵方式的改變，都是吸引或留住優秀經理人的方式 (Finkelstein and Hambrick, 1989)。

綜觀上述文獻，我們發現任用親信將會弱化董事會監督機制，產生嚴重的代理問題。Core et al. (1999) 指出，無效率的董事會將會降低公司績效表現。目前台灣實證研究上，大多探討經理人以及董監酬勞的決定因子，因此本研究希望探討台灣企業經理人與董監事之間是否存在任用親信的裙帶關係，後續章節將根據上述文獻所探討影響薪酬因子納入考量，計算董監事與經理人超額薪酬以及是否存在任用親信關係，與其對於公司後續績效表現的影響。

第三章 研究方法

3.1 研究架構

本研究藉由實證研究去探討高階經理人與董監事之間是否存在任用親信的情形，發展出以下研究架構。



圖一 研究架構圖

3.2 研究假說

根據過去文獻探討，我們發現董事會效能為公司治理的重要機制，若董事由經理人選任、董事與經理人彼此有友好關係等利益關係時，可能影響到董事會的監督效能，並能導致董事與經理人追求自身私利而非股東價值。

管理者追求自身私利方法可能藉由相互勾結來提高自身薪酬水準，影響公司未來績效表現，因此研究台灣上市櫃企業公司是否存在任用親信等互利關係，對於管理者薪酬以及公司績效的表現影響成為我們主要探討議題。並發展以下假說：本研究首先欲探討董監事以及經理人薪資的影響因子，估計合理的薪酬水準，並藉由超額薪酬探討董監事以及經理人任用親信情形，分析其對於公司績效的影響。本研究假說設計如下：

假說 1-1: 高階經理超額薪酬對董事薪酬有正向影響。

假說 1-2: 董監事超額薪酬對經理人薪酬有正向影響。

假說 2: 董監事與經理人超額報酬係於任用親信，對公司績效有負向影響。

3.3 樣本來源與變數定義

本研究收集民國 94 年至 97 共 4 年之上市櫃不含金融業公司資料，進行橫斷面與時間序列 (pooled cross-section and time series data) 分析。樣本資料來源台灣經濟新報 (TEJ)，排除樣本期間內資料不全的公司後，共計 1172 家上市櫃公司、4688 筆樣本。首先，我們欲估計經理人以及董監事的合理報酬，希望在控制公司特性以及股權結構等影響薪酬的因子後，求算合理報酬水準。

根據金管會民國 95 年修訂之公開發行公司年報應記載事項準則，我國公開發行公司薪酬揭露方式為董監、主要經理人薪酬總額配合級距人數方式，其中薪酬總額包括薪資、獎金特支、退職金、現金股利以及股票股利合計數；主要經理人為協理(經理)

級以上經理人(依公司揭露為主)。本研究受限於法令限制，無法取得個別董監事與經理人薪酬資訊，因此應變數以當年度主要董監事薪酬總額(d_comp)與經理人薪酬合計總額(m_comp)進行估計。自變數部分，以本研究以負債程度(D_A)與固定資產比例(FA_A)來代表公司槓桿程度；以淨銷售額(NS)以及員工人數(n_employees)當作公司規模大小替代變數；公司績效部分，以資產報酬率(ROA)來當作會計績效的替代變數，Tobin's Q 當作市場績效指標。以下分別就變數進行說明：

應變數：

1. 董監事薪酬 (d_comp)

係指全部董監事領取之金額(千元)，包含酬勞合計、現金股利、股票股利以及兼任所領取的薪資、退職金及獎金，並將其取自然對數。

2. 經理人薪酬 (m_comp)

當年度主要經理人總薪酬合計(千元)，主要經理人係指協理(或經理)，依公司揭露為準)以上之經理人，包含所領取的薪資、獎金特支、退職金、現金股利以及股票股利合計數，並將其取自然對數。

自變數：

本研究根據過去文獻，控制可能影響薪酬水準的因子，股權結構包含經理人持股比例多寡、董事會持股比例、董事會人數、董事兼任經理人；公司特性部分包含槓桿結構、公司規模、績效以及未來成長機會。以下分別就影響薪酬水準的各項變數進行探討：

股權結構因子

1. 經理人持股比例 (m_equity)

經理人持股較高時，對公司控制權相對較高，當管理階層對於公司決策有較高的投票與控制權時，亦愈有可能干預自身的報酬水準。Ungson and Steers (1894) 以及

Finkelstein and Hambrick (2006) 的研究中均發現，高階經理人持股的多寡會影響其報酬水準，尤其在薪資與紅利(以現金為基礎)方面，經理人持股比例與經理人薪酬呈正相關，Holderness and Sheehan (1988)也發現，當經理人為主要股東時，薪酬水準較其他非主要股東的管理者高。

管理者持股對於公司績效影響上，Jensen and Ruback (1983)提出職位固守假說(Entrenchment Hypothesis)，認為基於職位安全性的考量，當內部股東持股達到一定的比例後，會產生反接管的行為(Anti-takeover Behavior)，高階管理者為了鞏固自身的權力利益而反對對於公司價值具有提升作用的併購案及股權收購行動，且管理者增加其持股比率或影響力達到足以保障職位時，便有可能產生怠惰之情形，做出違背股東利益的行為，偏離公司價值極大化的目標，因此降低公司本身價值。Allen (1981) 發現 CEO 持股(以及 CEO 之家族持股)與 CEO 績效呈反向關係，Core et al. (1999)研究亦發現，經理人持股程度與薪酬呈現負相關。

2. 董監事持股比例 (d_equity)

董事會職責為監督公司經營績效，並負責設計管理者報酬，透過良好的薪酬機制誘使經理人極大化股東價值。在公司治理機制上，當董事會成員持股比例較高時，董事會有較高的權利和意願去監督公司經營，對於管理階層的薪資上，亦會有較高的牽制效果 (Boyd, 1994)。

Hill and Snell (1989) 發現股權集中程度與生產能力呈現正向關係，主要在於有權力的股東能夠讓公司的效率提升。Jensen and Meckling (1976) 提出利益趨同假說 (convergence of interest hypothesis)，若董事會持有公司股票比率越高時，那麼就會制訂符合股東利益最大化的決策，所有權結構集中程度較高公司擁有較佳績效，因此利益趨同假說認為所有權結構與公司績效呈現正向關係。

3. 董事會人數 (n_director)

董事會結構為影響董事會功能的重要因素，其中董事會大小對於經理人薪酬決定

性有重要影響。Jensen(1993)研究發現，企業在董事會成員眾多而董事持股比率不高、股權較不集中下，會產生搭便車(free rider)問題，導致董事會可能流於形式，不易發揮監控效能。目前有許多實證研究發現，董事會規模過大時，公司治理機制較差，導致公司績效表現較差。而 Core et al. (1999)發現，董事會規模較大時，其經理人擁有較高的超額報酬，企業由前任或現任 CEO 兼任董事長公司，發生財務舞弊(Carcello and Nagy, 2004) 以及盈餘管理機率較高(陳錦村與葉雅薰 2002)。

4. 董事兼任經理人 (Dual)

董事兼任高階經理人在台灣實屬普遍現象，在評估薪酬水準以及公司績效時不得不納入考量。當經理人身兼董事職務時，對公司有較大的控制權，降低董事會的監督效果，因此公司導致公司績效較差。Core et al. (1999) 與 Brick et al. (2006)均指出，董事兼任經理人時，經理人能夠影響董事會對於薪酬水準的決定，更有可能透過這些影響性來提升本身的薪酬。

公司特性因子

1. 槓桿程度 (D_A、FA_A)

根據過去文獻，公司槓桿比例對經理人薪酬有兩方面的影響。根據 Brick et al. (2006)年研究，當公司槓桿程度較高，管理者相對要承擔的風險與責任相對較重，因此當公司負債程度應與管理者薪酬呈現正相關，以反映所付出心力。另外一方面，Stiglitz (1985) 認為債權人比股東更能有效控制公司管理階層活動。負債程度增加亦會增加債權人對公司經營權的干預，導致公司在制定薪酬政策時將受到較多的限制，管理者其報酬可能會比低負債程度公司低。本研究以負債比例當作財務槓桿的替代變數，而用固定資產比例當作營運槓桿的替代變數，控制槓桿程度對於薪酬的影響。

2、公司規模 (NS、N_employees)

公司規模大小反應組織的複雜程度以及管理者須具備的能力。一般而言，規模越

大的公司，對於管理者的才能要求也越高，他們必須負責複雜的公司經營決策，且需承擔的風險亦較規模小的公司高，因此規模較大的公司經理人應具有較高的薪酬，以反映其所承擔責任(Finkelstein and Hambrick, 1989)。Jensen and Murphy (1989) 發現大公司相對於小公司，薪酬與股東財富間之敏感度較小。Brick et al. (2006) 研究發現，公司規模越大時，管理者薪酬較高，反映管理者具備的專業人力資本。根據文獻探討，我們發現公司規模為影響管理者薪酬的重要決定因素，本研究以淨銷售額當作公司規模的替代變數。

3. 公司績效(ROA、Tobin's Q)

高階經理人薪酬往往受到公司經營績效表現影響，如獎金以及分紅都與公司績效連動，過去實證研究指出，當公司績效表現較佳時，董事與經理人薪酬亦相對較高(Core et al, 1999; Brick et al., 2006; 歐陽豪與莊雙喜, 2008; 楊詠絮, 2006)，本研究控制本研究以 ROA 當作會計績效衡量指標、Tobin's Q 當作市場績效衡量指標，控制績效表現對於薪酬水準的影響。

4. 研發支出 (RD)

競爭力為一公司績效是否能持續成長的主要因素，學術上常以研發支出代表公司未來成長機會，而公司投入的研發支出比重與管理階層領導以及決策相關，高研發支出代表管理者須具備更專業的知識與領導能力，並反映於其薪酬多寡(Aboody and Kasznik, 2000; Brick et al., 2006)。然而部分文獻指出，企業投入研發支出時，短時間成效並無法有效展現，反而因此增加財務支出，導致短期績效下降，楊詠絮(2006)發現若董事會由於研發支出造成短期績效下降，裁減研發支出費用，則將影響高階主管超額薪酬與降低公司未來績效。

根據文獻我們得知，在評估管理者薪酬時，研發支出為必須考量到的影響因子，本研究以研發支出占營收比重當作未來成長機會的替代變數。

5. 國際化程度 (Gobalization)

企業國際化會增加企業組織複雜性，台灣為一高度國際市場導向，對國際市場依賴程度非常高，而在高度國際化的公司下，經理人必須具備國內外經濟、法律等專業知識，而且必須掌握國際經濟、匯率局勢，增加管理困難度，因此國際化程度越高公司，支付給經理人薪酬應隨之增加，反應其合理報酬。本研究以出口總額佔營收總額當作國際化程度之替代變數。

表一 變數定義

應變數	定義
d_comp	係指全部董監事領取之金額(千元)，包含酬勞合計、現金股利、股票股利以及兼任所領取的薪資、退職金及獎金。
m_comp	當年度主要經理人總薪酬合計(千元)，主要經理人係指協理(或經理)，依公司揭露為準)以上之經理人，包含所領取的薪資、獎金特支、退職金、現金股利以及股票股利合計數。
自變數	
n_manager	當年度計算薪酬額計總額之人數
m_equity	主要經理人持有股票/流通在外股票
d_equity	董監事所持有股票/流通在外股票數
n_director	當年度的董事與監察人人數
Dual	董事兼任公司內部經理人之席次數/全體董事席次
D_A	帳面負債總額/帳面公司資產總額
FA_A	帳面固定資產總額/帳面總資產總額
NS	當年度淨銷售額(千元)
N_employees	當年度員工人數
ROA	稅前息前折舊前之常續性淨利/平均資產總額
Tobin's Q	(流通在外股票總市值+帳面負債)/帳面總資產
RD	研究發展費用/營業收入淨額
Gobalization	當年度外銷總額/營收總額比例
Industry	傳統產業(industry dummy=1)與電子業兩組(industry dummy=0)

第四章 實證結果

4.1 樣本敘述統計分析

表二 樣本敘述統計量

	Mean	Median	Std. Dev.
m_comp	20,728.33	8,985.00	57,620.60
d_comp	19,338.93	9,650.5	39,031.85
n_manager	4.281	3.000	3.518
n_director	10.270	10.000	3.347
m_equity	0.020	0.008	0.029
d_equity	0.242	0.210	0.142
Dual	0.273	0.222	0.175
D_A	0.382	0.372	0.179
FA_A	0.223	0.179	0.183
NS	11,209,247	2,222,240	51,679,087
ln(NS)	14.706	14.614	1.658
N_employees	698	262	1,675
ln(N_employees)	5.638	5.568	1.273
ROA	0.083	0.081	0.119
Tobin's Q	1.317	1.083	0.909
RD	0.039	0.014	0.167
Gobalization	0.501	0.565	0.369

2005~2008 年間，台灣上市櫃經理人平均薪資總額為 2,073 萬，平均領取人數 4.28 人；董監事平均薪資為 1,934 萬元，平均領取人數 10.27 人。董事兼任經理人比例約 0.27%，顯示董事會平均有 2~3 位董事有監任經理人職位。而國內產業平均負債比例為 38.2%，固定資產比例為 22.3%。而台灣平均出口比重占 50.1%，顯示台灣為一高度仰賴出口的國家。

4.2 董監事與經理人薪酬

表三 董監事、經理人薪酬估計式

變數	Ln(m_comp) (1)		Ln(d_comp) (2)	
c	4.947 ^{***}	(20.536)	2.111 ^{***}	(5.301)
ln(n_manager)	1.087 ^{***}	(31.920)	0.1772 ^{***}	(3.143)
m_equity	-0.494	(-0.708)	1.620	(1.405)
d_equity	-0.721 ^{***}	(-5.166)	-1.160 ^{***}	(-5.029)
ln(n_director)	0.117 [*]	(1.757)	1.139 ^{***}	(10.351)
Dual	0.119	(1.036)	0.267	(1.403)
D_A	-0.359 ^{***}	(-3.045)	-0.942 ^{***}	(-4.833)
FA_A	-0.396 ^{***}	(-3.218)	-0.581 ^{***}	(-2.853)
ln(NS)	0.137 ^{***}	(7.441)	0.212 ^{***}	(6.978)
ln(N_employees)	0.113 ^{***}	(4.536)	0.157 ^{***}	(3.809)
ROA	2.121 ^{***}	(10.570)	3.605 ^{***}	(10.869)
Tobin's Q	0.064 ^{***}	(2.660)	-0.003	(-0.078)
RD	0.324 ^{***}	(2.685)	0.201	(1.007)
Gobalization	0.117 ^{**}	(1.979)	0.248 ^{**}	(2.538)
industry dummy	-0.114 ^{**}	(-2.469)	0.556 ^{***}	(7.271)
N	4,688 (1,172 firm)		4,688 (1,172 firm)	
Adj_R ²	0.403		0.166	

註: (1) ^{***}、^{**}、^{*} 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準 (2) 括號內為 t 值

迴歸式(1)、(2)中，控制股權結構以及公司特性的各項影響因子，來探討各項變數對於薪酬的影響，表三顯示迴歸之估計結果。實證結果顯示在股權結構方面，經理人人數增加會導致經理人以及董監事薪酬顯著增加；經理人持股比重與董事會成員薪酬總額係數為正向，與經理人自身薪酬總額係數為負向，然而其結果皆不顯著，顯示經理人持股多寡無法影響董監以及經理人薪酬。董監事持股比重對董監事薪酬影響為顯著負相關，可能原因為董監事持股比例越高，對於監督公司經營的意願程度較高，因此在相同的職責與責任下，與持股比例較低的公司相較下，會願意領取較低的薪酬；董監事持股對經理人薪酬為負向影響，是由於董監事參與公司經營決策與監督增加，相對牽制經理人薪酬程度較高，與 Boyd (1994) 實證結果一致。董監事人數與

經理人薪酬成正比，與 Core et al. (1999)以及 Brick et al. (2006)實證結果一致，當董事會規模過大時，經理人可以領取較高的薪酬，符合 Jensen (1993)論述，董事會規模過大時，將減低董事會議事效率，監督將流於形式，產生代理問題。董事兼任經理人對於董事以及經理人報酬都有正向的相關，其結果顯示董事兼任經理人時該公司治理機制較差，經理人有較多的權利去影響本身的薪酬多寡，與 Core et al. (1999) 、Brick et al. (2006)的實證結果一致。

公司特性變數部分，迴歸實證顯示負債程度以及固定資產比重越高，對董監事以及經理人薪酬皆呈現顯著負相關，與 Stiglitz (1985) 結果一致，當槓桿程度較高時，債權人對於經營權的參與程度增加，因此能有效降低董監事以及經理人的薪酬水準。公司規模部分以淨銷售額以及員工人數當作替代變數，本研究實證結果發現，公司規模越與董監事及經理人的薪酬呈現正相關，符合 Brick et al. (2006)論述，公司規模越大時董監事以及經理人將承擔更大的責任與更複雜的工作，因此擁有較高的薪酬水準。公司績效表現方面，公司往往運用與績效連動獎酬如紅利以及股票選擇權以提供經理人更高的誘因去創造股東價值，本研究實證結果發現會計績效指標 ROA 對於董監事以及經理人薪酬在 1%的顯著水準下都有正向影響；市場績效指標 Tobin's Q 對於經理人薪酬呈現顯著正相關，然而對於董監事薪酬的迴歸係數為負值，10%顯著水準下不顯著。綜上所述，會計績效指標在對於薪酬的影響上有明顯影響，主因可能是公司在發放獎酬時，是以會計績效當作基準所致，而較不受到當期市場表現的影響。全球化於董監事與經理人薪酬都有顯著正相關，係因當全球化將提升公司經營的困難度，因此管理者必須具備較高的能力，相對也反映在公司薪酬水準上。

本研究亦控制產業別不同對於薪酬的影響，實證結果顯示在控制規模以及績效等各項變數後，傳統產業經理人薪酬較電子產業低，然而董監事薪酬確比電子產業高。觀察台灣的產業概況，可以發現電子產業專業經理人制度比較完善，而許多傳產業公司家族企業型態濃厚，因此為了反映專業經理人之學經歷以及能力，電子產業平均經理人薪酬較高。

4.3 董監事與經理人薪酬相互關係

表三中我們控制了股權特性、公司特性以及產業特性後，估計董事以及經理人應有的合理報酬。接下來我們想要了解董監事以及經理人是否會互相影響。Brick et al. (2006) 研究美國上市公司發現，董事的超額報酬與經理人薪酬為正相關，經理人超額報酬對董事薪酬亦有正向影響。Brick et al. (2006) 指出，在控制各項影響因子後呈現正相關主要原因是由於董監事以及經理人之間親信關係所致，並將導致公司績效下降。本研究根據 Brick et al. (2006) 所提出想法，欲探討台灣上市櫃公司中薪酬制度是否存在任用親信的情形。

首先我們先分析董事超額報酬對經理人薪酬的影響。我們認為模型(2)中求出之董監報酬估計值，係於控制各項變數後董監事應有合理報酬水準，並將殘差項定義為董監事超額報酬(Excesspay_d)。模型(3)為經理人薪酬估計式中，除了股權特性以及公司特性變數與模型(1)相同，我們加入董監事超額報酬(Excesspay_d)變數進行迴歸分析，探討董監超額薪酬對經理人薪酬的影響。

相同概念，我們將迴歸式(1)所估計殘差當作經理人薪酬的超額報酬，帶入迴歸式(4)檢驗經理人超額薪酬對於董監事薪酬的影響。

錯誤! 找不到參照來源。為模型(3)、(4)實證結果，我們可以發現在控制其他影響薪酬的因子後，董監事超額薪酬與經理人薪酬呈現顯著正相關。表四中董監事超額報酬對經理人薪酬係數 0.105，由於所有薪酬變數皆取自然對數，因此可當作彈性的概念，當董監事薪酬增加 10% 時，經理人薪酬總額會上升 1.05%。經理人超額報酬對董事薪酬迴歸係數高達 0.288，即經理人薪酬增加 10% 時，董監事薪酬總額會增加 2.88%。

表四 董監事(經理人)超額薪酬對經理人(董監事)薪酬回歸

變數	Ln(m_comp) (3)		Ln(d_comp) (4)	
c	4.947 ^{***}	(20.852)	2.111 ^{***}	(5.382)
ln(n_manager)	1.087 ^{***}	(32.412)	0.177 ^{***}	(3.192)
m_equity	-0.494	(-0.719)	1.620	(1.426)
d_equity	-0.721 ^{***}	(-5.246)	-1.160 ^{***}	(-5.106)
ln(n_director)	0.117 [*]	(1.784)	1.139 ^{***}	(10.510)
Dual	0.119	(1.052)	0.267	(1.425)
D_A	-0.359 ^{***}	(-3.092)	-0.942 ^{***}	(-4.907)
FA_A	-0.396 ^{***}	(-3.267)	-0.581 ^{***}	(-2.897)
ln(NS)	0.137 ^{***}	(7.556)	0.212 ^{***}	(7.085)
ln(N_employees)	0.113 ^{***}	(4.606)	0.157 ^{***}	(3.868)
ROA	2.121 ^{***}	(10.733)	3.605 ^{***}	(11.037)
Tobin's Q	0.064 ^{***}	(2.701)	-0.003	(-0.079)
RD	0.324 ^{***}	(2.727)	0.201	(1.023)
Gobalization	0.117 ^{**}	(2.009)	0.248 ^{***}	(2.577)
industry dummy	-0.114 ^{**}	(-2.507)	0.556 ^{***}	(7.383)
Excesspay_m			0.288 ^{***}	(12.092)
Excesspay_d	0.105 ^{***}	(12.092)		
N	4,688 (1,172 firm)		4,688 (1,172 firm)	
Adj_R ²	0.421		0.1914	

註: (1) ^{***}、^{**}、^{*}分別代表 1%、5%、10%顯著水準 (2)括號內為 t 值

4.4 薪酬與績效

4.4.1 薪酬總額與績效

在前面的實證研究中，我們發現董監事與經理人薪酬存在顯著的正相關，接著我們想探討是什麼原因所致？其中一個可能解釋是由於公司複雜性與具備的能力要求無法由目前的控制變數完全解；另外，也有可能是源於董監事與經理人互相勾結，任用親信的裙帶關係，如此將導致董監事與經理人追逐自我利益而非創造股東價值。在第一個解釋中，我們預期薪酬水準將與公司績效有正向關係，而在第二個解釋方面，我們將預期薪酬水準與公司績效呈現負相關。根據上述假說，我們首先估計第 t 年薪酬水準對 $t+1$ 年績效的影響，檢視是否第 t 期擁有較高薪酬，可以帶來更好的績效表現。

自變數方面，我們控制了前面提到的所有變數包括股權結構、公司特性、過去績效表現以及產業後，檢驗董監薪酬與經理人薪酬對公司基效的影響。應變數公司績效表現以 ROA 及 Tobin's Q 當作會計績效與市場績效的衡量指標。表五為薪酬與公司績效表現的迴歸結果，模型(5)為 $t+1$ 年 ROA 的估計式，模型(6)為 $t+1$ 年 Tobin's Q 的估計式，結果如表五所示。

控制變數部分，我們可以看到在股權結構方面，當期經理人持股較高時，無論在會計績效或市場績效上，隔年度表現都有正向影響。研發支出方面，第 t 期研發支出對於隔年度績效表現估計係數並不顯著，其主要原因可能是研發支出為長期投資，在短期內並無法產生正向影響，而研發支出在市場績效反映上具有顯著正相關，表示市場上認為研發支出能夠提供公司未來成長的機會，並對研發投入型為予以肯定。而公司第 t 年度會計以及市場績效表現與隔年度績效也呈現正相關，顯示公司當年度有較佳績效表現時，隔年度亦有較佳的績效表現。

薪酬水準對於績效的影響性部分，董監事薪酬對於會計績效與市場績效係數皆顯著為負，本研究試圖分析導致董監薪酬水準較高的公司績效表現相對較差原因，發現

台灣家族企業型態嚴重，許多公司董事席次為受到家族控制，過去實證發現家族參與公司經營過高時，將限制公司人力資源的發展導競爭劣勢 (Anderson et al., 2006)，顯示董監事人力資源素質較差，無法進行有效的決策制定。而第 t 期經理人薪酬對對 t+1 期會計績效與市場績效迴歸係數皆為正向相關，會計績效指標在 1% 的顯著水準顯著。結果顯示，當公司給付經理人較高薪酬時，公司有相對較高的績效表現。主要原因為公司經理人薪酬可以反映其所具備才能與專業能力，因此公司績效與經理人薪酬呈現正相關聯。

表五 薪酬與績效迴歸式

變數	ROA _{t+1} (5)		Tobin's Q _{t+1} (6)	
c	-0.013	(-0.679)	0.897 ^{***}	(5.276)
ln(n_manager)	-0.003	(-1.160)	0.003	(0.147)
m_equity	0.199 ^{***}	(4.031)	0.976 ^{**}	(2.303)
d_equity	0.052 ^{***}	(5.041)	0.049	(0.556)
ln(n_director)	-0.011 ^{**}	(-2.233)	0.039	(0.946)
Dual	0.005	(0.605)	-0.013	(-0.180)
D_A	0.008	(0.915)	0.208 ^{***}	(2.726)
FA_A	0.024 ^{***}	(2.614)	-0.042	(-0.529)
ln(NS)	-0.002	(-0.952)	-0.023	(-1.623)
ln(N_employees)	0.005 ^{**}	(2.321)	0.005	(0.325)
ROA	0.691 ^{***}	(44.432)	1.374 ^{***}	(10.300)
Tobin's Q	0.006 ^{***}	(3.559)	0.510 ^{***}	(36.362)
RD	-0.005	(-0.512)	0.605 ^{***}	(7.876)
Gobalization	-0.011 ^{***}	(-2.670)	-0.042	(-1.141)
industry dummy	-0.001	(-0.154)	-0.012	(-0.396)
Ln(d_comp)	-0.001 ^{**}	(-2.325)	-0.040 ^{***}	(-7.979)
Ln(m_comp_	0.004 ^{***}	(3.978)	0.004	(0.450)
N	3,516 (1,172 firm)		3,516 (1,172 firm)	
Adj_R ²	0.520		0.413	

註: (1) ^{***}、^{**}、^{*} 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準 (2) 括號內為 t 值

4.4.2 超額薪酬與績效

接者我們想要探討董監以及經理人薪酬之間正相關是否是因為任用親信的假說導致，在表五我們分析薪酬總額對隔年度績效影響，並無法明確證明任用親信的假說。因此本研究根據 Core et al. (1999)、Brick et al. (2006)提出概念，將董事超額報酬 (Excesspay_d) 解釋經理人薪酬(ln_m)的增額部分當作董監與經理人彼此薪酬的關聯度，並檢視其對績效表現的影響。我們將經理人薪酬的增額(Cronyism)當作任用親信的代理變數，計算方法如下：

假設 X 為模型(1)中估計經理人薪酬得自變數矩陣， $\hat{\beta}_1$ 為模型(1)的估計係數(表三第一欄)，而 $\hat{\beta}_2$ 為相同自變數下增加董監超額報酬的估計係數(表四第一欄)。令 Z 為董監超額薪酬自變數矩陣， $\hat{\delta}$ 為董監超額薪酬的估計係數。

$$\text{FITTED_M_COMP} = X \hat{\beta}_1$$

$$\text{FITTED_M_COMP_W_DIR} = X \hat{\beta}_2 + Z \hat{\delta}$$

我們定義薪酬預測值差異為任用親信的替代變數：

$$\text{Cronyism} = \text{FITTED_M_COMP_W_DIR} - \text{FITTED_M_COMP}$$

我們將迴歸式(5)與迴歸式(6)中之經理人薪酬(Ln_m)與董監事薪酬(Ln_d)以 Cronyism 取代，藉由控制各項影響績效的股權以及公司特性後，分析任用親信時對於績效的影響性。根據任用親信假說，Cronyism 對公司績效的影響應該為負向；若 Cronyism 是由其他為捕捉的變數反應經理人才能與能力，我們則預期會對績效會有正向影響。表六為在控制各項影響績效的股權結構以及公司特性後，檢驗第 t 期任用親信的自變數對於 $t+1$ 期績效的迴歸係數。迴歸式(7)為會計績效指標估計結果，迴歸式(8)為市場績效指標結果。

表六 超額薪酬與公司績效

變數	ROA _{t+1} (7)		Tobin's Q _{t+1} (8)	
C	0.003	(0.168)	0.832***	(5.036)
ln(n_manager)	0.001	(0.439)	0.001	(0.036)
m_equity	0.197***	(3.985)	0.911**	(2.153)
d_equity	0.050***	(4.881)	0.092	(1.049)
ln(n_director)	-0.012**	(-2.511)	-0.006	(-0.142)
Dual	0.005	(0.613)	-0.023	(-0.324)
D_A	0.007	(0.825)	0.243***	(3.205)
FA_A	0.023**	(2.522)	-0.020	(-0.256)
ln(NS)	-0.001	(-0.654)	-0.030**	(-2.197)
ln(N_employees)	0.005**	(2.365)	-0.001	(-0.031)
ROA	0.696***	(45.687)	1.240***	(9.515)
Tobin's Q	0.006***	(3.687)	0.510***	(36.409)
RD	-0.003	(-0.348)	0.599***	(7.805)
Gobalization	-0.012***	(-2.714)	-0.052	(-1.405)
industry dummy	-0.002	(-0.573)	-0.034	(-1.189)
Cronyism	-0.010*	(-1.758)	-0.374***	(-8.000)
N	3,516 (1,172 firm)		3,516 (1,172 firm)	
Adj_R ²	0.518		0.413	

註: (1)***、**、*分別代表 1%、5%、10%顯著水準 (2)括號內為 t 值

在股權特性以及公司特性的方向上，與表五結果大致相同，此部分變不在贅述。表六結果顯示，Cronyism 對隔年度會計以及市場績效都有負向影響，與 Brick et al. (2006)研究美國股市結果一致。本研究實證結果支持經理人的增額薪酬是源於董事與經理人的親信之假說，顯示超額報酬是基於董監事與經理人薪酬上的互利情形，而董監事因此無法有效監督管理者，導致隔年度績效表現較差。

台灣上市櫃公司為家族企業或友好企業情形普遍，許多公司經理人為關係企業指派，因此高階經理人可借由與董事會成員親近之便，對於自身薪酬擁有裁量空間。此外台灣企業中董事兼任經理人情形普遍，根據表二敘述統計量，董監事兼任經理人平均數 27.3%，顯示在台灣經營權與所有權無法有效分離，董事會在擬訂高階經理人薪酬方案時，無法根據公正客觀的角度設計。

4.4.3 公司特性與任用親信

先前我們分析了 2005~2008 年上市櫃公司薪酬樣本，發現經理人薪酬被董監超額薪酬解釋部分與隔年績效呈現負向影響。接著，我們探討在不同公司特性下任用親信的假說是否與先前分析一致。以下將樣本分成 (一) 集團、非集團 (二) 資訊揭露評鑑 A 等以上、B 等以下 (三) 傳統產業以及電子業不同的公司特性，分別探究任用親信的假說是否與前面結果一致。

1. 集團與非集團

本研究將樣本分為集團與非集團兩類，分類方法依照 TEJ 所定義規則：(一) 主要股東多為同一家族成員或為由家族控制之法人（主要股東係指前十大股東或持股超過 5% 以上股東）(二) 董監事組成超過三分之一以上相同之企業 (三) 主要經營階層相同，即董事長或總經理相同者 (四) 企業間具有控制或從屬關係，持股超過 10% 或不足 10% 但具有實質控制力 (五) 企業間具有相互投資關係。符合上述規則者，則視為同一集團股。按 TEJ 歸類規則分類，本樣本期間內共計 3004 筆與 1684 筆集團與非集團資料。

表七 集團(非集團)與薪酬、公司績效

Panel A	ROA _{t+1}				Tobin'Q _{t+1}			
	集團		非集團		集團		非集團	
Ln(d_comp)	-0.001	(-1.593)	-0.002	(-1.598)	-0.039***	(-7.534)	-0.036***	(-2.822)
Ln(m_comp)	0.003**	(2.477)	0.006***	(3.526)	0.004	(0.359)	0.003	(0.165)
Adj_R ²	0.478		0.585		0.409		0.422	
Panel B								
Cronyism	-0.009	(-1.345)	-0.008	(-0.722)	-0.365***	(-7.512)	-0.330***	(-2.773)
Adj_R ²	0.477		0.584		0.409		0.423	
N	2,253		1,263		2,253		1,263	

註：(1) ***、**、* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準 (2) 括號內為 t 值

表七比較集團與非集團企業董事以及經理人薪酬對於公司績效的表現，並檢驗任用親信的假說是否成立。表七中各項股權結構以及公司特性之控制變數皆與表六相

同，其餘數方向與表六大致相同，本研究為簡化表格內容，因此在本表省略揭露，之後表八、表九亦同。迴歸結果顯示，任用親信對於集團以及非集團企業都有市場績效皆呈現負向的影響，在會計績效上結果不顯著，而任用親信情形對集團企業績效負面影響大於非集團企業。

2. 資訊揭露評鑑

本研究按證券暨期貨市場發展基金會(簡稱證基會)評鑑資訊揭露指標，將接受評鑑公司樣本分類為資訊透明度高以及低兩組比較。該項評鑑自民國 92 年起，針對國內上市櫃公司資訊揭露情形進行評比，評鑑主要原則包含 (一)資訊揭露相關法規遵循情形 (二)資訊揭露時效性 (三)預測性財務資訊之揭露 (四)年報之資訊揭露(包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)(五)網站之資訊揭露五項主要指標。各組依評鑑成績高低，區分為 A+級、A 級、B 級、C 級以及 C-級五個等級，本研究將 A 級以上公司樣本定義為資訊透明度高，B 級以下定義為資訊透明度低兩組，分別為 554 筆與 2430 比樣本期間資料，分析結果如表八所示。

表八 資訊揭露評鑑與薪酬、公司績效

Panel A	ROA _{t+1}				Tobin'Q _{t+1}			
	A 等		B 等以下		A 等		B 等以下	
Ln(d_comp)	-0.004**	(-2.233)	-0.001	(-1.150)	-0.074***	(-5.613)	-0.028***	(-4.737)
Ln(m_comp)	0.005	(0.991)	0.003**	(2.290)	0.019	(0.460)	-0.003	(-0.359)
Adj_R ²	0.564		0.523		0.609		0.488	
Panel B								
Cronyism	-0.0305**	(-2.130)	-0.006	(-0.902)	-0.702***	(-5.962)	-0.269***	(-4.904)
Adj_R ²	0.564		0.523		0.611		0.489	
N	554		2,430		554		2,430	

註：(1)***、**、*分別代表 1%、5%、10%顯著水準 (2)括號內為 t 值

表八結果與表六一一致，Panel A 可以發現，經理人薪酬總額對於公司績效表現上，資訊透明度高的公司經理人薪酬對公司績效有較高的影響，探究其可能原因係因資訊透明度較高公司，經理人薪酬擬訂以及監督也相對較透明，因此在此條件下董經理人

薪酬較能夠反映其應有水準，對於績效表現也有較好的影響。

Panel B 探討任用親信對於績效的影響，結果顯示市場資訊透明度較高的公司，任用親信對公司績效的負面影響大於透明度較低的公司，主要係因公司透明度較高時，薪酬透明度亦相對較高，因此投資人比較容易觀察得出任用親信對薪酬產生的影響，並顯著反映在市場績效指標。

3. 產業別

本研究將樣本分為傳統產業以及電子產業兩樣進行比較，共計 1,014 筆傳統產業資料、1330 筆電子類股資料。結果顯示在會計績效上，傳統產業任用親信對於會計績效指標有正向影響，對於電子產業有負向影響；市場績效指標上，傳統產業以及電子產業任用親信皆負相關。我們可以發現，電子產業任用親信對於績效的負向影響較傳統產業一致。

表九 產業別與薪酬、公司績效

Panel A	ROA _{t+1}				Tobin'Q _{t+1}			
	傳產	電子股	傳產	電子股	傳產	電子股	傳產	電子股
Ln(d_comp)	0.003 (1.642)	-0.001 (-0.339)	-0.001 (-0.113)	-0.016 (-1.366)				
Ln(m_comp)	0.004** (2.008)	0.005** (2.047)	-0.012 (-1.197)	-0.00039 (-0.020)				
Adj_R ²	0.377	0.552	0.459	0.452				
Panel B								
Cronyism	0.036** (2.181)	-0.001 (-0.035)	-0.039 (-0.410)	-0.150 (-1.384)				
Adj_R ²	0.375	0.552	0.459	0.452				
N	1,014	1,330	1,014	1,330				

註: (1) **、*、* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準 (2) 括號內為 t 值

根據表七至表九結果顯示，公司在不同的特性下皆支持任用親信假說，經理人超額薪酬將會導致公司隔年績效下降。另外我們發現 (一) 集團企業較非集團企業公司 (二) 評鑑分數較高公司相對評鑑分數較低公司 (三) 電子業較傳統產業，任用親信對公司績效影響較嚴重。

第五章 結論

在金融海嘯後，董事會效能與薪酬議題又重新受到矚目，產、學界紛紛開始檢視過去薪酬制度是否能有效降低代理問題，促使管理者極大化股東權益。董事會為公司內部監督的最高機制，負責擬訂公司營運計畫、決定高階經理人薪酬，當董事會效能能夠發揮時，能夠設計出較佳的薪酬方案，促使股東與經理人利益一致性。然而當董事與經理人存在親信關係時，管理者可能會互相勾結，因而產生無效率的薪酬方案。

本研究探討超額報酬對於公司績效的影響，結果發現在控制其他股權結構以及公司特性等公司治理因子後，董監事與經理人薪酬存在正相關，並根據 Brick et al. (2006) 假設，董監事與高階經理人薪酬正相關源於任用親信，將導致董事會無法發揮有效的監督機制，並導致公司績效的下降。

我們檢視台灣上市櫃公司 2005~2008 年樣本後發現，董監事超額報酬確實存在任用親信情形，經理人受董事影響的增額報酬對會計績效以及市場績效皆呈現負相關。此外，本研究將樣本按公司特性分群探討，其結果皆支持我們先前任用親信的假說，並發現當公司為集團企業、資訊透明度較高企業以及電子產業時，超額績效有較高的負向影響。

參考文獻

中文文獻:

1. 林穎芬, 劉維琪,「從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度」, 管理學報, 第 20 卷, 365-395 頁, 民國 92 年
2. 張旨華,「企業國際化程度、最高階管理者之薪酬與組織績效」, 國立成功大學企業管理研究所, 碩士論文, 民國 91 年
3. 陳錦村, 葉雅薰,「公司改組、監督機制與盈餘管理之研究」, 會計評論, 1-29 頁, 民國 91 年
4. 楊詠絮,「企業研發支出與經營績效對 CEO 薪酬水準影響之實證研究」, 中國文化大學會計學系, 碩士論文, 民國 95 年
5. 葉旻其,「公司治理機制對企業績效與董監薪酬之影響」, 國立政治大學會計學研究所, 碩士論文, 民國 97 年
6. 歐陽豪, 莊雙喜,「高階管理者特性、產業競爭程度指標與績效評估對高階管理者薪酬之影響: 台灣上市公司的證據」, 崑山學報, 5-39 頁, 民國 97 年
7. 蔡柳卿,「依會計盈餘時效性設計高階主管薪酬契約: 董事會扮演角色」, 會計評論, 61-69 頁, 民國 96 年

英文文獻:

1. Aboodya, D., Kasznik, R. "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures", Journal of Accounting and Economics , 29, pp. 73-100, 2000
2. Allen, M. P. "Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation", The American Journal of Sociology ,86 ,5, pp. 1112-1123, 1981
3. Anderson, R. C., Reeb, D. M."Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500.", The Journal of Finance , pp. 1301-1329, 2003
4. Basu, S., Hwang, L.-S., Mitsudome, T., Weintrop, J. "Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan", Pacific-Basin Finance Journal , 15, pp. 56-79, 2007
5. Boyd, B. K. "Board control and CEO compensation", Strategic Management Journal ,

- 15, pp. 335-344, 1994
6. Brick, I. E., Palmon, O., Wald, J. K., "CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? ", Journal of Corporate Finance , pp. 403-423, 2006
 7. Carcello, J. V., Nagy, A. L. "Client size, auditor specialization and fraudulent financial reporting", Managerial Auditing Journal , 10, pp. 651-668, 2004
 8. Chen, M., Lee, K.C. "Compensation, Corporate Governance and Owner Shareholding: Theory and Evidence from Family Ownership", International Research Journal of Finance and Economics, 2008
 9. Cordeiro, J., Veliyath, R., Eramus, E. " An empirical investigation of the determinants of outside director compensation", Corporate Governance: An International Review , 8 (3), pp. 268 - 279, 2002
 10. Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", Journal of Financial Economics , 51, pp. 371-406, 1999
 11. Crystal, G., In search of Excess: The Overcompensation of American Executives, W.W. Norton and Company, New York, 1991
 12. Donaldson, L., Davis, J. A. "Boards and Company Performance - Research Challenges the Conventional Wisdom", Corporate Governance, 2, pp. 151-160, 1994
 13. Finkelstein, S., Hambrick, D. C. "Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes", Strategic Management Journal , 10 (2), pp. 121-134, 2006
 14. Finkelstein, S., Hambrick, D. C." Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Process", Strategic Management Journal , 10, pp. 121-134, 1989
 15. Hill, C. W., Phan, P. "CEO Tenure As a Determinant of CEO pay", The Academy of Management Journal , 34, pp. 707-717 ,1991
 16. Hill, C. W., Snell, S. A." Effects of ownership structure and control on corporate productivity" The Academy of Management Journal , 32, pp. 25-46, 1989
 17. Holderness, C. G., Sheehan, D. P. "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis", Journal of Financial Economics , 20, pp. 317-346, 1988
 18. Hwanga, B.H., Kim, S. "It pays to have friends", Journal of Financial Economics , 93,

pp. 138-158, 2009

19. Jensen, M. C." The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", The Journal of Finance , 48 (3), pp. 831-880, 1993
20. Jensen, M. C., Murphy, K. J." Performance Pay and Top-Management Incentives" Journal of Political Economy , 98 (2), pp. 225-264, 1990
21. Jensen, M. C., Ruback, R. S. "The market for corporate control : The scientific evidence" Journal of Financial Economics , 11, pp. 5-50, 1983
22. Joh, S. W., Chiu, M. M. "Loans to distressed firms: Political connections, related lending, business group affiliation and bank governance", Econometric Society 2004 Far Eastern Meetings ,p. 790, 2004
23. Khatri, N., Tsang, E. W., Begley, T. M." Cromyism: a cross-cultural analysis" Journal of International Business Studies , 37, pp. 61-75, 2006
24. Lambert, R., Larcker, D., Verrecchia, R. "Portfolio considerations in the valuation of executive compensation", Journal of Accounting Research , 29, pp. 129-149, 1991
25. Ungson, G., Steers, R. "Motivation and politics in executive compensation", Academy of Management Review , 9 (2), pp. 313-323,1894
26. Yeh, Y.H., Lee, T.S., Woidtke, T. "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan", International Review of Finance , 2, pp. 21-48, 2001

