

# 國立政治大學會計學系碩士論文

指導教授：許崇源 博士

上市櫃公司管理當局報酬與公司績效及公  
司治理特性之關聯性研究

A Study on the Relationship among Corporate Governance,  
Corporate Performance and Management Compensation of  
Listed and OTC Companies

研究生：林玟誼 撰

中華民國一〇二年六月

## 謝辭

兩年的研究所生涯，即將在論文完成時劃上圓滿的休止符；這兩年學習的經驗在我人生中是寶貴且值得回憶的。同時有許多人是必須感謝的，首先我要感謝我的指導教授許崇源教授，在擔任初級會計學教學助理的一年裡；許老師總是給我許多機會磨練並適時的給予支持與鼓勵。許老師在生活上亦師亦父的關懷學生，與身教言教並重的教學方式，總讓我沐櫛春風。尤其是許老師在稅務會計上卓越的研究，更使我在此專域中有更多的認識與體會。更感謝口試委員諸位教授對本論文不周之處之指教與包涵，使學生受益良多。

要特別感謝的是本所林宛瑩教授與東吳大學馬嘉應教授，林教授與馬教授在論文寫作方面的諄諄教誨，使學生在論文的寫作從生澀到成熟，尤其林老師對學生的提拔與鼓勵；更使我銘記在心。感謝本所馬秀如教授在研究所學習的規劃上予以指正與建議，使我能順利完成學業；同時馬老師在學術著作與實務經驗上的卓越成就與堅持，更是我一直努力的標竿。

在本論文的撰寫過程中，還有許多人需要感謝與致意的；首先最感林雅芳與王文廷兩位學長姊在論文大綱與定稿上經驗之傳承與學術格式上之指正，並在我學習生涯中有困難時，總是能給我寶貴的意見與見解。感謝政大研究所同學紀明瑩在統計方法及論文排版上的指導與修正。更感謝一路上一起學習的好同學好夥伴，陳郁惠、洪昕楷、陳志冠、李泱穎、高郁婷、陳正宣，在學習的路上能有你們的支持與鼓勵實在相當幸運。

最後要感謝我的父母，由於有你們在生活與經濟上的支持，我才能順利的完成研究所學業；感謝本所金成隆教授在所務上的努力及對全體同學的照顧，希望學生日後也能對所上有些許貢獻，以報答政大母校和所長、全體老師的期望與教誨。

林玟誼 謹誌

## 摘要

企業績效表現不佳，高階管理者卻坐領高薪的現象，在股東意識提昇後，受到極大的注意與批評，反肥貓的聲浪不斷擴大，也使得董事會之功能與目的受到質疑，董事會可能無法有效監督管理階層之運作，導致弊案之發生，危害利害關係人之權益。

本研究探討管理當局酬勞發放水準之因素，以公司績效、董事會特性及管理當局持股比例來探討其與管理當局報酬之關聯性，除延伸於過去研究所採用之變數，更增加了多年度管理當局報酬與公司績效關聯性相關數據之比較。

本研究以 2009-2011 年台灣之上市櫃公司為研究對象，樣本量為 3710 個，利用迴歸分析，主要實證結果為：公司績效與管理當局報酬正相關，表示公司藉由薪酬水準與公司績效相結合，使管理當局發揮其功能；獨立董事占董事會席次比例與管理當局報酬正相關，表示獨立董事比例越高，越能發揮公司治理機制之功效，公司績效越好，管理當局報酬就越高；董事兼任經理人比例對管理當局報酬正相關，可能因為經理之酬勞或董事所領取之員工分紅更多，使其致力於公司之營運與績效；是否設置審計委員會與管理當局報酬負相關，審計委員會之監督對公司之績效有正向之影響，若有效監督之目的無法達成，公司績效也可能因此而降低，間接降低了管理當局報酬；管理當局持股比例與管理當局報酬負相關，顯示其持股比例升高，會感覺其自身與股東越趨於一致，有較強烈之誘因注重自身行為。

關鍵詞：管理當局、報酬、公司績效、公司治理、獨立董事

## Abstract

Phenomena of poor corporate performance and high-level executives receiving high salaries have been noted and incurred much criticism from the stockholders. Whether the management governance of the Board works in an effective way is highly questioned. The Board may not effectively supervise the management and lead to scandals, which could endanger the rights of interested parties.

The research considered the variables of compensation level paid to the management from corporate performance, characteristics of Board, and administration stakes by way of Regression Analysis. In addition to the variables used in the past, the research also took the multi-year comparative data into account.

The research used 2009-2011 Taiwan listed and OTC companies' data for Regression Analysis. The sample size was 3710, and the major findings were as follows : Performance of corporations and management compensation were positively correlated. It meant that the compensation level and performance were closely connected could make the management function well. The seat orders of independent directors in the Board were positively correlated with management compensation. It meant more seat order of independent directors in the Board brought better corporate governance. The numbers of directors who also served as executive were also positively correlated with management compensation possibly because of more remuneration or bonuses received. Setting the Audit Committee was negatively correlated with management compensation. The purpose of the Audit Committee was overseeing the corporate performance and had a positive effect upon the company. If the Audit Committee couldn't function well, corporate performance would also be poor. The administrations stakes were negatively correlated with management

compensation. It meant the benefit of management would be consistent with shareholders' while the administrations stakes increased. The management would also pay more attention to their behavior.

Keywords: management, compensation, corporate performance, corporate governance, independent directors



## 目錄

第一章 緒論 .....	6
第一節 研究動機與研究目的 .....	6
第二節 研究問題 .....	8
第三節 論文架構 .....	9
第二章 文獻探討 .....	10
第一節 薪酬之意義 .....	10
第二節 代理問題與薪酬制度 .....	14
第三節 公司績效與酬勞之關聯性 .....	16
第四節 董事會特性與酬勞之關聯性 .....	19
第五節 股權結構與酬勞之關聯性 .....	23
第三章 研究方法 .....	27
第一節 研究假設 .....	27
第二節 研究期間、樣本及資料來源 .....	30
第三節 變數定義 .....	31
第四節 研究模型 .....	37
第五節 樣本分析方法 .....	38
第四章 實證檢驗與結果 .....	39
第一節 基本敘述性統計量 .....	39
第二節 迴歸分析 .....	41
第五章 結論與建議 .....	51
第一節 本文結論 .....	51
第二章 存在問題及相關建議 .....	53
參考文獻 .....	54

# 第一章 緒論

次貸危機伴隨著大約於 2005-2006 年的美國房地產泡沫破滅，以及次級貸款與可調整利率貸款的高違約率而開始，接著席捲全球金融市場，並引發了全球性金融危機。許多人用「金融大海嘯」來形容這一次美國次級房貸風暴所狂捲起的金融大災難，全球金融市場受到廣泛嚴重的波及，整體經濟環境陷入低迷之情狀。而台灣也因金融海嘯影響之故，間接使得經濟成長趨緩及國內資金需求下降，此時，公司績效及企業高階管理階層之獎酬也受到影響，領導者應該如何帶領企業朝預訂目標邁進，如何使企業經營目標與股東利益一致，且維持一定的競爭力，都是現今企業需重新關注的課題。

## 第一節 研究動機與研究目的

資本主義的興起與公司組織的出現，帶動資金市場的形成與活絡發展。隨著公司組織趨於大型化，企業面臨之經營管理問題日趨複雜，管理階層所需之管理技術可能已經超越原始創業股東之能力，故需要委託專業的經理人代為經營管理公司的運作，也開啟企業所有權和經營權分離之管理架構。

在此分離的情況下，經理人可能因自身利益考量而作出與股東利益最大化相背離的決策，形成股東與經理人的代理問題。為了解決代理問題，讓經理人能夠專心以創造股東財富最大為目標，需有一套誘因之契約機制讓經理人與股東之利益趨於一致，而管理階層之薪酬契約即為降低代理問題之一種控制機制（Watts and Zimmerman 1978）。誘因契約要有效，股東必須擁有充份之資訊來衡量經理人的績效與薪酬間的敏感性，並考量如何讓績效指標與股東權益相連結，以激勵經理人採取追求公司價值極大化之行動，緩和代理問題。

企業績效表現不佳，高階管理者卻坐領高薪的現象，在股東意識提昇後，受到極大的注意與批評。過去探討影響高階主管薪酬因素的相關研究中，部分指出

績效與高階主管薪酬呈現顯著的正向關係 (Fama 1980 ; Antle and Smith 1986 ; Lippert and Porter 1997)。也有研究發現績效與高階主管薪酬僅有邊際顯著正向甚至反向的關係 (Bushman, Indjekian, and Smith 1996 ; Conyon 1997)。不可否認，績效為高階主管薪酬訂定的重要影響因素。另外，有部分研究發現除績效外，董事會組成、公司特性(如規模、未來成長率)也是影響高階主管薪酬之決定因素，其中以代表高階主管權力的董事會組成最為重要，績效與公司規模居次 (Smith and Watts 1992 ; Gaver and Gaver 1993,1995 ; Finkelstein and Hambrick 1989 ; 鄭為庠 1992)。研究高階主管權力之相關文獻，主要以高階經理人兼任董事長、董事會規模、獨立董事席次比率衡量高階主管對於董事會決策之影響力 (Morck, Shleifer and Vishny 1989 ; Singh and Harianto 1989 ; Core, Molthausen and Larcker 1997)。而高階主管權力之擴張，確實會影響其薪酬水準，至於權力擴張對於小股東造成之影響好壞，端視控制股東的權利與其決策成本間之平衡狀態，當控制股東擁有之權力越大，所需負擔之成本越小，濫用權力以滿足個人之私慾之可能性越大 (宋致皓 2006)。

綜上所述，本研究探討公司績效與管理當局報酬之關聯性，除延伸於過去研究所採用之變數，更增加了多年度管理當局報酬與公司績效關聯性相關數據之比較。上述之研究結果，可供主管機關制訂政策之參考，亦可供管理當局及投資人作決策之參考。



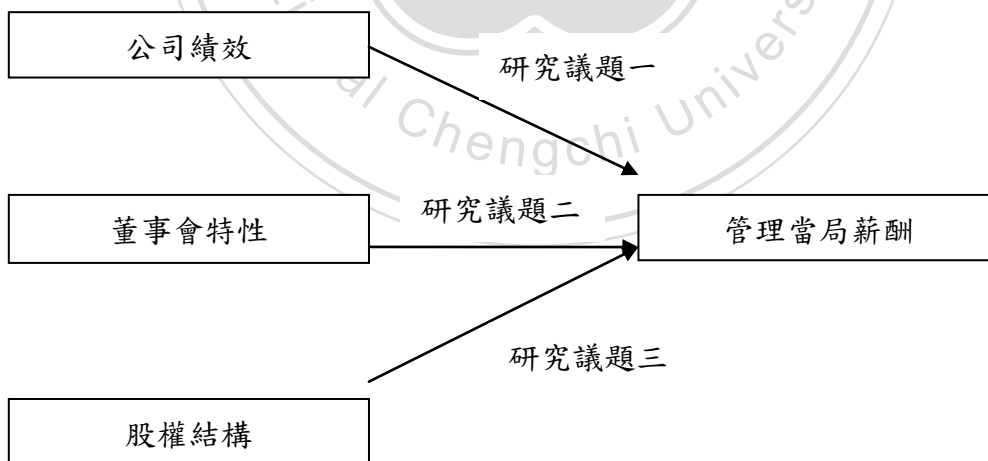
## 第二節 研究問題

本研究主要探討管理當局報酬對公司績效之影響。過去文獻多著重於以國內董監酬勞及權益性報酬作為研究對象，但近幾年經濟發展更趨頻繁，法令修訂也日新月異，因此，本研究針對公司薪酬政策、董事會特性和控制型態、公司治理的監督機制與股東利益間之關聯性等議題進行探討，並分年度進行比較與分析。

本研究採用實證研究方法，使用最小平方法（Ordinary Least Squares, OLS）作迴歸分析，探討研究目的中之變數與管理當局報酬之關係。

本研究主要探討之議題如下：

1. 探討管理當局報酬政策對公司績效之影響
2. 探討公司董董事會特性對管理當局報酬之影響
3. 探討股權結構對管理當局報酬之影響



### 第三節 論文架構

以下為本論文之架構：

#### 壹、緒論

說明本研究之研究動機與所研究之問題，以及論文之架構。

#### 貳、文獻探討

探討與本研究相關之國內外文獻。

#### 參、研究假設及研究方法

建立研究假設，說明研究期間、資料來源、樣本選取，變數衡量及分析方法。

#### 肆、實證結果與分析

進行統計檢定與分析，並說明實證結果。

#### 伍、結論與建議

將實證結果彙集整理並作成結論，說明研究限制，並提供後續研究之建議。

## 第二章 文獻探討

### 第一節 薪酬之意義

#### 一、 薪酬之定義

薪酬是企業員工為企業所做的貢獻(包括他們實現的績效、付出的努力、時間、學識、技能、經驗等)而獲得的直接或間接的貨幣性收入，包括基本工資、獎金、津貼、福利等(廖泉文 2003)。通常而言，董事與監察人的薪酬可以以下列幾個方向來進行分類：

1. 直接兌付與長期兌付：董事與監察人的薪酬可以直接兌現，通常是基於當前的表現以現金或資產的形式給付。多數而言，董事與監察人的基本工資和獎金是直接兌付的；另外，薪酬亦可以長期兌現，通常是根據公司的長期經營狀況以股票選擇權等方式給付。
2. 現金與資產：薪酬可以用現金或現金等價物的形式給付，也可以用資產如股份、股票選擇權等形式給付。僅管現金或資產都可以與短期或長期行為相關，但一般情況是現金與短期利潤相關，資產獎勵與企業資產價格等長期行為相關。
3. 金錢與非金錢：廣義上而言，董事與監察人的薪酬不但可以是金錢或近似於金錢的資產和福利，也可以是非金錢的特權。實際上而言，福利的種類繁多，例如：渡假旅行、車輛配給、人身保險、低息優惠貸款、俱樂部成員身份、特殊優惠等。有時是根據職位來享受福利，有時是根據某項非常規的評估。非金錢性的獎勵還包括授予某種稱號或社會地位的提高等。

本研究所採用之薪酬金額，包含董事監察人薪酬與主要經理人薪酬，為管理當局薪酬總額。

## 二、 國外董監薪酬發展現況

由次貸危機引發的全球性經濟衰退已經開始深刻影響著各國經濟，多數公司都遭遇銷售額下降、貸款受阻以及股價低迷的影響。在次貸危機的反思方面，認為華爾街特有的「激進的、高風險高收益的」薪酬體制是導致惡果的種子，而風險控制以及政府監管的缺失則更進一步催生了這次危機的爆發。重新審閱和設計薪酬機制，已經被認為是改善和加強公司治理以及政府監管的一項重要措施，進而幫助全球經濟恢復到正常發展的軌道上。

目前，越來越多的企業採用保守的基本薪酬策略，將基本薪酬定位於市場中間值，這一方面是經濟危機後企業短期現金壓力湧現的結果，而更重要的原因，是付薪理念的改變－市場和股東越來越常去干預薪酬政策的制定和薪酬數據的揭露，並強調「薪酬激勵必須基於公司績效」。

國外各大公司更高比例地使用股權激勵等長期激勵工具，並相應地減少使用短期現金激勵。這一趨勢同樣來自於企業短期現金壓力之湧現，以及市場和股東對董監薪酬（特別是金融服務業董監薪酬）過高的譴責。

越來越多公司將董監酬勞遞延，甚至部分為強制性遞延。這一趨勢在金融服務業中尤為明顯。相關研究發現，一般遞延期限為3~4年，且為分次行權。最小的遞延比例為25%，而對於董監相關人員，其遞延比例平均高於50%。

重新設計長期激勵計畫，從側重單一股權方式轉變為採取投資組合的方式，其中最明顯的變化是長期激勵計畫中使用股票選擇權的公司比例正逐漸縮小，而限制性股票和業績獎勵工具的使用逐漸增多。越來越多公司開始逐漸使用兩個以上的長期激勵計畫，以適應組織中不同層面員工的需要並能激勵員工。

此外，各國政府也加強了對董監薪酬的監管及揭露準則的嚴格化。美國、英國、瑞士、法國、德國和中國政府都開始逐漸實施董監薪酬控制，並加強董監薪酬的揭露要求。例如，美國開始處理鼓勵過度風險的激勵性支付問題、實行薪酬回溯、限制高級行政人員的稅務免除額等；英國 IIF（國際金融機構）明確指出薪酬應取決於一定時間風險調整後的績效，且 FSA（金融服務監管局）對好或壞的薪酬政策訂定高度標準化政策，財政部也要求對激勵政策和薪酬舉行聽證會。

### 三、 國內董監薪酬發展現況

我國董監薪酬之分配主要為盈餘一定比例，於民國 97 年以前，法令規定董監不得領取股票作為報酬，而員工紅利大多以股票股利形式發放，造成股東權益大幅稀釋之窘境，遂修訂相關法令，規定 97 年以後之員工分紅需列為營業外費用，董監酬勞之會計處理比照員工分紅規定辦理。

國際金融風暴之後，限制董監薪酬蔚為主流，為避免國內上市櫃公司的董監自肥，立法院財委會提案通過，建請金管會必須要求企業揭露個別董監酬勞。金管會表示，將分階段實施，公司出現虧損、董監持股不足的公司等兩類公司，必須先揭露個別董監酬勞。

其後，金管會宣布，如果金融機構，最近 2 年連續稅前虧損且帳上有累積虧損、應增資但未完成、最近一季逾放比高於 5%，以及資本適足率銀行票券低於 8%，或金控低於 100% 者，那麼，有請董事、監察人及總經理，把個別的酬金在年報中揭露。另外，個別董監事若持股成數不足，連續達 3 個月以上，或是平均設質比大於 50%，也比照辦理。

通常小股東可以在兩處看到上市櫃公司董監的薪酬，一是上市櫃公司報給主管機關的財報，二是發給股東的年報。但是金管會 2008 年 11 月底修法，將年報得揭露董監事個別薪酬數字，改為可彙總申報。現在小股東唯一可以窺知上市

櫃公司董監薪酬的機會，只剩財務報表的資訊。不但如此，證期局也跟進修改，比照年報的彙總申報辦理。

國際先進國家對於董監酬勞的揭露方式都採個別揭露，就連台灣鄰近的香港、中國大陸，其公司年報對董監酬勞多寡也揭露得相當清楚。期望台灣在此部分能與國際接軌，使董監薪酬資訊更透明化。

#### 四、 文獻探討

「薪酬」一詞，對於不同個人、公司和社會而言，有不同之意義。許多學者皆曾嘗試賦予薪酬一個明確而完整之定義，Robbins (1978) 將報酬 (reward) 分為內部報酬 (extrinsic reward) 與外部報酬兩類，他進一步指出所為內部報酬是指個人因參與工作所獲得的滿足感，而外部報酬則是組織給予員工的有形獎勵，其中外部報酬依照性質可以區分為直接薪資 (direct compensation)、間接薪資 (in-direct compensation) 及非財務性薪資 (nonfinancial compensation) 三種。而 Mathis and Jackson (2003) 將薪酬分為直接薪資和間接薪資。直接薪資又分為基本薪資和變動薪資，前者如工資 (wages)、薪水 (salaries)，後者如獎金 (incentives)、紅利 (bonus)、股票選擇權 (stock option)；而間接薪資則指員工福利 (benefits) 等各種保險和津貼等。

## 第二節 代理問題與薪酬制度

Vroom (1964) 提出期望理論，認為基於行為後果所產生之期望報酬，所以人會採取某項特定行動。在期望理論中，個體行為存在三種可能之解釋。第一種為報酬的吸引力 (Attractiveness)，即個體對工作成果或報酬的重視程度。第二種為努力與績效間之關連性 (Effort Performance Linkage)，即個體對其所付出的努力是否可以使績效達到某特定水準之相信程度。最後一種為績效與報酬間之關連性 (Performance Reward Linkage)，即個體績效在某特定水準時，能否得到期望之報酬水準。Vroom 認為，高階主管將因為報酬與績效連結受到激勵，為整體股東利益而努力。

其後，Jensen and Meckling (1976) 利用經濟分析之方式，探討在股權分散情況下，及委託人及代理人皆追求其自身利益極大化時所產生的代理問題。Jensen and Meckling 指出，由於非百分之百持股之經理人並未全部接受其決策所帶來之財富效果，便很難期望他們在股東利益極大化與自身利益極大化之衝突中選擇以股東之利益為優先考量。公司通常為了減少代理問題所帶來之成本與傷害，會採用薪酬的激勵，促使高階管理階層與股東之利益趨於一致 (Fama 1980)。

Lewellen, Loderer, and Martin (1987) 指出，高階主管薪酬包含基本薪資、紅利、股票選擇權、認股權、虛擬股和遞延薪酬等不同形式<sup>1</sup>，而不同的薪酬型態可以解決不同的利益衝突問題。有些薪酬形式有助於減少管理者短視近利的行為，有些則有助於減少管理階層規避風險的問題，但也有些薪資設計雖然得以解決某種利益衝突，卻可能同時加深其他方面的利益衝突。例如，遞延性薪酬的支付雖然可以減輕管理者短視近利的問題，但卻可能同時加深管理者規避風險的現象，導致管理者在從事投資或融資決策時，可能會刻意選擇過度保守之方案而損

---

<sup>1</sup> 虛擬股為高階主管薪酬計畫中領取類似股票的單位，其報酬相當於現實日當時之股票市價，或領取日到實現日股票的增值金額，或加上這段期間的股利。

及股東權益。

林穎芬和劉維琪（2003）研究代理理論在台灣之適用情形，指出代理理論中所強調之自利、組織成員目標衝突與資訊不對稱這些觀點，在台灣只適用於非家族企業。家族企業中資訊不對稱的情形應不嚴重，因為高階主管均屬同一利益團體。在台灣的非家族企業中，董事會扮演的角色並非監督，而是決策機關。該研究認為，在分析國內公司之薪酬制度時，應考量公司是否為家族所控制。

Faccio et al. (2001) 指出大部分的美國企業均屬股權分散，但在東亞與西歐國家，公司所有權大多由家族控制，且公司的經理人亦通常來自於家族。在這兩個區域最顯著的代理問題是控制股東（Controlling shareholders）對外部股東（Outside shareholders）的剝奪行為。控制股東可能藉由不發放股利將財富保留在公司內，或利用關係人交易直接或間接將財富移轉給自己等方式來侵占其他小股東利益。



### 第三節 公司績效與酬勞之關聯性

「公司績效」一詞，狹義解釋僅在強調公司增加的利潤。廣義的公司績效，是指包括任何可以運用在制度面、管理面等結構的設計，以提升公司之表現。

Zantout (1994) 指出公司績效可以分為財務性績效與非財務性績效。其中非財務性績效之衡量指標有員工工作滿意度與員工生產力等，財務性績效指標一般常用的有淨值報酬率、資產報酬率及每股盈餘等。

對於績效的衡量指標，除上述常見的指標外，學者皆有其主張。例如 Demirag (1987) 以市場占有率、投資報酬率、人員發展、員工生產力及員工士氣作為績效衡量指標。而 Kim and Arnold (1992) 的研究中則採用市場占有率、銷售成長率、資產報酬率及稅前淨利率來評估。Busija et.al (1997) 則以投資報酬率、股東權益報酬率、資產報酬率及銷售成長率作為衡量指標。

財務績效指標如會計盈餘或市場報酬率是過去最常被使用之衡量標準，但過度強調財務績效指標之重要性，會讓管理者只注重短期績效、甚至造成損害公司利益之投機行為或次佳決策，傷害公司長期競爭力 (Fitzgerald et al. 1991; Kaplan and Norton 1992; Bushman et al. 1996)。有鑑於此，Fitzgerald et al. (1991) 指出，非財務績效指標可使高階主管注意到其決策對公司所帶來之長期效果，亦幫助投資人更容易衡量高階主管對於公司所帶來之價值。

蔡柳卿 (2003) 探討總經理薪酬與非財務績效指標間之關連性，其實證結果顯示，在薪酬契約中納入適當之非財務指標，可以解釋薪酬變異中會計績效與市場績效所不能解釋之部分。若董事會運用非財務績效來衡量總經理薪酬，可以誘導其採取創造公司價值之行動。而非財務績效之揭露，也可提供投資人與債權人更多攸關之決策資訊，降低資訊不對稱之情形。

文獻上有許多關於績效衡量指標之採用標準，本研究對於公司績效衡量指

標採用資產報酬率及 Tobin's Q。資產報酬率是指企業息稅後利潤與平均總資產之間的比率，目的在衡量公司所持資產是否充份利用。不論公司的資產是以舉債而來或是股東資金，公司利用其所有的資產從事生產活動，所獲得的報酬表現在稅後淨利上。資產報酬率在衡量公司運用資產的效率狀況，因此資產報酬率越高，代表公司績效越好。而 Tobin's Q 是公司市場價值對其資產重置成本的比率，反映一個企業兩種不同價值估計的比值。若比率大於一，表示公司有較高的市場價值與無形資產價值，因此公司可利用此優勢來擴張公司規模，如此也反應公司有較高的績效；反之若比率小於一，則代表公司有較差的績效。

許多學者認為，董事會的薪酬制度必須具備足夠之誘因，以激勵董事會成員努力達到或維持有效之監督責任，而此薪酬制度同時也要能與公司的營運績效或董事會成員個人的表現緊密結合。關於酬勞與公司績效之關係，多數文獻皆發現其有正向的關聯性，但是關於董事酬勞的研究並不多，以下也將高階主管的酬勞與公司績效的文獻一併探討。

在高階主管薪酬方面，Lewellen and Huntsman (1970) 從 Fortune 財富雜誌美國前 500 大企業中選出前 50 家公司，分析高階主管薪酬與公司績效間之關聯性，結果顯示其薪酬應區分為薪資與分紅而非使用總額，但也顯示無論採用何種方式，高階主管的薪酬都與公司的利潤呈現顯著的正向關聯性。Merhran (1995) 探討高階主管薪酬與公司績效之關聯性，發現高階主管的股票報酬對資產報酬率與 Tobin's Q 皆有顯著正向影響。台灣的研究方面，曾玉潔 (2000) 分析台灣上市公司年報中的高階主管薪酬，顯示高階主管薪酬與公司許多績效指標皆有顯著之關聯性，其中以資產報酬率之相關性最高，而純益率與權益報酬率皆與薪酬水準有正向關聯性。博鍾、歐進士和張寶光 (2002) 以 1997 年台灣上市櫃公司為樣本，發現財務面的績效指標，如資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘，是決定高階主管薪酬的重要因素。

董事會酬勞方面，Conyon and Leech (1994) 利用英國的資料來驗證董事薪酬與公司績效間的聯結，結果顯示公司的成長率為決定董事薪酬的一項重要因素。Main et al. (1996) 主張整個董事會的總薪酬與公司的表現有顯著之正向關聯性。這種關聯性也被 Conyon and Peck (1998) 所證實，他們進一步指出公司的規模和最高額的個別董事薪酬間有正向關聯性。不過 Jensen and Murphy (1990) 發現董事薪酬與公司的表現間只有微弱的關聯。Martin and Gregg (1944) 指出，董事薪酬的成長率與公司當年度的利潤沒有顯著關聯性，但是與銷售成長率有正向關聯性。Hassan et al. (2003) 研究亞洲金融風暴前後 (1996-1998) 的泰國公司，發現董事薪酬與公司績效只有微弱的正向關聯性，但是董事薪酬與公司規模大小有顯著之正向關聯性。呂學焜 (2007) 以 2006 年在台灣證券交易所掛牌上市之公司為研究對象，發現財務面績效指標，如資產報酬率、Tobin's Q 對董事會薪酬有正向之關聯性。

依據文獻所述，無論董監薪酬或高階主管薪酬，皆顯示其與公司績效有正向關聯性，而關係的強弱是依照衡量公司績效所使用之指標而改變。因此，本研究認為公司在薪酬制度上的設置，應該要能與績效作緊密結合，良好健全的企業應該限制過度或不合理的薪酬水準發放給公司管理當局報酬，而其薪酬大部分應該由企業的績效來決定，所以公司管理當局報酬的水準應該會受到績效影響，相信這樣的薪酬制度亦為股東所樂見。

## 第四節 董事會特性與酬勞之關聯性

### 一、 獨立董事與酬勞

獨立董事為外部董事之一種，比外部董事更獨立於股東，其在兼任、持股比例等方面受到更嚴格之限制，因此稱為獨立董事。台灣證券交易所與櫃檯買賣中心於 2002 年分別修訂上市、上櫃審查準則及相關規定，將獨立董事、獨立監察人制度納入法規中。除了獨立性之外，對於獨立董事之專業度也有相關描述，主要是希望藉由設置獨立董事來強化董事會功能，使資訊透明化，進而保障股東及利害關係人之權益。

內部董事為公司董事同時也是公司之經理人，因此能藉由日常事務之處理，掌握屬於公司執行面之資訊，而獨立董事卻不同，在專業分工之情形下，獨立董事並不承擔類似經理人有關業務執行面之責任。獨立董事在董事會之決策，必須仰賴經營階層提供之報告與資訊，或內部控制制度與內部稽核制度加以瞭解，所以獨立董事相對於內部董事，資訊取得能力較為薄弱。另外，公開發行公司董事會開會之次數有限。因上述之限制，獨立董事在董事會中，主要是透過其專業去監督管理階層，或在有限之董事會時間中提出其建議，獨立董事之職責僅能以客觀專業之立場提出質疑，在性質上偏向監督董事會與管理階層。

上述兩段為獨立董事在董事會中之角色定位，包括其功能與職責，而獨立董事與酬勞間之關連，許多文獻以獨立董事席次占董事會席次之比例，作為衡量獨立董事之監督能力，預期獨立董事能以自己本身專業能力及對於專家聲譽之考量，以獨立之身分監督董事會及管理階層，進而保障股東之權益，有效減緩代理問題。

Fama and Jensen (1983) 發現當董事會成員由外部人士擔任時，較能保持獨立、客觀之角色，且外部董事可防止董事會與高階主管聯合剝奪公司股東財富之

行為。獨立董事會基於專業聲譽之考量，利害關係會趨於與股東一致，追求股東價值極大化，避免過於注重私利。Gibbs (1993) 利用一些重整公司作為樣本，實證結果發現獨立董事有助於解決代理問題。Weibach (1988) 認為當董事會由外部董事掌控時，亦即董事會中多數為外部董事時，董事會便獨立於管理階層，董事會會運用自己之專業能力去監督管理階層，因此，董事會之獨立性與董事酬勞之間存在關連性。

國內研究對於設置獨立董事有分歧之看法，贊成者主張若能藉由專家學者擔任獨立董事，除了專業上之監督，為了保護其信譽，亦較會進本身之職責。反對者主張內部董事具有較多資訊來監督管理階層，而外部董事多有人情包袱存在，無法善盡職責。

本研究認為，獨立董事所任職之公司績效越好時，預期獨立董事之聲譽會提高，應該會考量其專業之立場，善盡其身為獨立董事之責任，監督管理階層之決定時會顧及股東之利益。另外，獨立董事席次占董事會席次比例越高時，代表整個董事會將更獨立於管理階層，其運作會更有效率，做好監督管理階層之工作，同時也能減緩代理之問題。

## 二、 董事兼任經理人與酬勞

董事長是董事會中負責監督管理階層的領導者，若由同一人擔任董事長與總經理，難免有球員兼裁判之嫌，監督效能是否能充分發揮，將受到質疑。董事會的開會內容涉及監督及決定聘任、解任、獎酬總經理與管理階層有關之事項，若董事長兼任總經理，容易有利益上之衝突，可能會使董事會無法有效率地發揮其監督功能，或遭有心人士貪圖私利。

許多文獻提到兼職情形所發生之問題，例如 Fama and Jensen (1983); Dechow et al. (1996) 認為若經營者具有雙重身分，管理階層可以主導董事會的召集力與

董事會之議程內容，會損傷董事會之獨立性及其監督功能。Sharma (2004) 研究發現，若 CEO 兼任董事會主席，則與舞弊發生的相關性成現正相關，預期 CEO 兼任董事會主席會增加企業發生財務報表舞弊之可能性。林育雅 (1994) 透過董事會特性觀察公司盈餘管理行為，用以探討我國董事會功能的實質意義，研究發現當董事長或其近親兼任公司之總經理，較有盈餘管理之可能性。

另外，在盈餘分配的順序上，股東在董事長與總經理之後，因此，董事長與總經理之酬勞就應該會更受到重視，其酬勞的透明度與合理性更需要股東之監督。目前國外普遍流行由薪酬委員會來評估董事長與總經理之薪酬水準，其合理性一般投資者較能接受，台灣於民國 99 年五月，通過證交法第 14 條之 6 的條款，強制上市上櫃公司設立薪酬委員會。在此之前，台灣上市公司內部設置薪酬委員會之公司較少，董事長與總經理之酬勞多由董事們一起討論後決定，若有董事長兼任總經理之情形，容易遭意圖不軌之董事長操縱，難免受到股東質疑，也可能導致董事會無法參照公司獲利變化、同業獲利及薪酬水準及產業景氣循環等因素來制訂合理之薪酬水準，最後引發多種問題。

關於董事長兼任總經理之情形對酬勞所帶來的影響，Fama and Jensen (1983)；Daily and Dalton (1993) 從代理理論之觀點出發，認為董事長兼任總經理時，同時扮演決策監督者及決策執行者之角色，董事會較容易喪失其客觀性及監督之力量，將大幅削弱董事會緩和代理問題之功能，以致對公司績效產生負面影響，最後將導致董事會酬勞水準提高。另一方面，Weir and Laing (2001) 認為董事長同時兼任總經理時，有更多資訊瞭解公司營運狀況，而且依管理者理論 (Stewardship Theory)，會認知道自己身負重大責任，兼任時可能引起之自利行為，會被本身責任心及成就感所抵銷，董事長會有動機致力於公司績效，可能較不在意自己之薪酬水準。

另外，Conyon and Peck (1998) 主張董事長兼任總經理時，將會產生嚴重

之利益衝突問題，使董事會的監督效果大打折扣。Dayton (1984) 認為當董事長也是 CEO 時，即有利於董事長。Jensen (1993) 主張，如果要使董事會有效率的話，就有必要將董事長與 CEO 之職位分開。

由於董事長兼任總經理之情形對董事酬勞的影響，目前文獻有不同主張，本研究基於管理者理論與代理理論所持各主張之理論，認為董事長兼任總經理應該會影響董事酬勞水準，但是方向尚無法確認。



## 第五節 股權結構與酬勞之關聯性

### 一、 董事會持股比例與酬勞

Jensen and Meckling (1976) 與陳坤宏 (1994) 認為董事會持股比例越高時，公司之績效也越好，因為當持有股份越多，公司績效好壞與其自身之關係就越密切，越能引發董事監控管理者之動機與誘因。Jensen and Ruback (1983) 亦發現，當董事會持股比例超過一定程度時，董事會為維持其自身利益，往往與高階管理者相勾結，做出對公司價值不利之決策行為。

Cordeiro et al. (2000) 認為，董事會的持股比例升高時，可強化其極大化股東價值之動機，進而降低領取高額薪酬的動機。Core、Holthausen and Lacker (1999) 認為，當董事會持股比例升高時，則傾向於支付 CEO 較低之酬勞。國內錢逸達 (2003) 以 1998 至 2002 年上市公司管理當局報酬的薪酬資料，探討管理當局報酬薪酬與公司績效間之內生關係，結果指出當董事持股比例較高時，公司績效較好，但是給付管理當局報酬的薪酬較少。宋致皓 (2006) 實證結果顯示，董事會持股比例與公司執行業務董事薪酬水準有顯著之負向關聯性。

因此，本研究認為當董事持有其所任職公司股份時，公司價值因而與董事之財富將有所連結，與股東承受相同之投資風險，若董事會持有較多之股份，會有較強的誘因去監督管理階層，避免不必要之成本或損失。

### 二、 內部董事持股比例與酬勞

董事會之持股狀況可分為內部董事持股與外部董事持股兩部份，因內部董事亦屬經理人，此部分也將以管理者持股之角度來思考。內部董事亦稱執行董事，主要指擔任董事之本公司管理人員，如總經理、常務副總經理等。

根據 Rechner (1989) 之定義，內部董事是指董事會成員中，實際參與企業



業務之經營，並在企業內部擔任行政工作之董事。內部董事之優點在於其對公司經營狀況十分瞭解，較清楚企業問題所在，進而作成更有效率之經營決策。此外，內部董事也擁有較多之資訊，能發揮嚴密之監督功能，不過缺點也因為其身處於公司內部，難免發生主觀性決策之情況，或其決策可能受限於上級或部屬，而無法進行公正且獨立之監督。

Jensen and Meckling (1976) 認為，當經理人持股比例高時，公司之績效也越高，經理人會認為其偏差行為所引起的公司損失將大部分自行承擔，決策會更謹慎合理，利益與股東趨於一致，減少代理人之自利行為，可降低經理人薪酬誘因制度之使用，故領取較低的薪酬，此為利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)。但 Jensen and Ruback (1983) 則表示，經理人基於職位安全性之考量，當持股超過一定比例時，往往有足夠之表決權貪圖私利，此時經理人會出現自利行為，特權銷費之行為會更嚴重，做出對公司價值不利之決策，例如併購案與其他機構對公司之股票收購，此為職位固守假說 (Entrenchment Hypothesis)。

### 三、 外部董事持股比例與酬勞

外部董事或獨立董事、獨立非執行董事，是指獨立於公司股東且不在公司內部任職，並與公司或公司經營管理者無重要的業務聯繫或專業聯繫，並對公司事務做出獨立判斷的董事。外部董事不在公司擔任除了董事與董事會專門委員會有關職務外之其他職務，與其擔任董事所屬公司不存在任何可能影響其公正履行董事職務之關係。外部董事亦稱外聘董事，包括不參與管理和生產經營活動的企業外股東和股東大會決議聘任的非股東的專家、學者等。

外部董事之主要作用：

1. 避免董事與經理人高度重合，真正實現決策與執行權之分權制衡，保證董事會能夠作出獨立於管理階層之決策。

2. 確保由董事會挑選、考核、獎懲在董事會兼職之經理人，避免非外部董事尤其是其中的執行董事自己挑選、考核、獎懲自己。
3. 外部董事不負責企業執行事務，這有利於外部董事能代表股東之利益。
4. 在企業之風險管理、內部審核與稅後利潤分配等方面，有利於發揮外部董事所具有的獨立性作用。
5. 通過選聘具有高水準之專業人士擔任外部董事，能夠為董事會帶來更加豐富之專業知識與來自公司外部之專業經驗。

以往研究者皆認為外部董事為董事會中最能發揮監督功能之成員，因為外部董事多擁有專家之信譽，為了防止本身信譽受損，多能善盡本身應盡之義務與責任，替股東監督管理人員。因此，外部董事之優點為能以專家之客觀角度來評估管理階層所作之決策，相較於內部董事較不會有自利行為。但外部董事之產生由董事會選出，仍有可能受限於董事會，縱使不由董事會選出而改由股東會選舉產生，大股東之董事操縱選舉結果之顧慮仍然存在，外部董事之獨立性也將受到質疑。

Fama (1980) 認為當董事會成員由外部人士擔任時，較能保持獨立、客觀之角色，且外部董事可以防止董事會與高階主管聯合剝奪股東權益之行為。因此，外部董事所占比例越大，越能稱職地扮演監督管理者之角色，發揮保護股東權益之作用 (Boyd 1994)。Finkelstein and Hambrick (1989) 指出，外部董事持股比例越高，其本身越有意願及能力去監督高階主管，使其薪酬與績效之連結性越高。

Dechow et al. (1996) 認為當外部董事持股較高時，更有經濟上之誘因激勵外部董事對管理階層進行監督，此時外部董事之利益會與股東相一致。Beasley (1996) 實證更指出當外部董事的持股數較高時，則企業發生舞弊之可能性越低，

此情形顯示外部董事確實能有效監督管理階層。Jensen (1993) 表示外部董事持股比例對董事酬勞有負向影響，因為持股越高會使外部董事之利益與公司表現緊密結合，更進一步指出鼓勵外部董事多持股，將會提供他們更多誘因去監督管理階層。

基於上述文獻，及本段所述關於外部董事之內容，一般大眾認為外部董事一方面因其持股比例上升，其利益會趨於與股東一致而不偏好領取較高之薪酬水準；另一方面會為了防止本身名譽受損，多能善盡本身應盡之義務與責任，而不需較高薪酬水準來當作誘因，即能替股東監督管理階層。



## 第三章 研究方法

### 第一節 研究假設

#### 一、 公司績效與整體管理當局報酬之關聯

根據代理理論，當公司經理與股東之間存在資訊不對稱時，股東會與經理簽訂報酬—績效契約，以減少經理由於道德風險和資訊不完全所產生之代理成本。在報酬—績效契約下，委託人將透過可觀測到的業績指標來決定高階管理者的薪酬，從而激勵並獎賞高階管理者為公司所作的貢獻，並透過有效的薪酬激勵來促使代理人的行動符合股東之利益，避免代理人的自利行為。

由績效工資理論而言，如果董監年度薪酬很高，會因為經營不善而被解雇的機會成本將也會相對的很高，從而激勵其勤奮工作，追求公司價值的極大化。此外，管理當局報酬和公司績效的關係可以用經濟學中的機會成本和預期來解釋。董監報酬很高意味著董監人員如果不從事這項工作的機會成本將增加，因此董監在高報酬的激勵下會努力工作，提高公司績效。因此，本研究提出以下假設：

**H1：公司績效與管理當局報酬正相關。**

#### 二、 董事會特性與管理當局報酬之關聯

##### 1. 管理當局報酬與獨立董事

董事會監督能力之多寡絕大多數取決於董事會的獨立性，而獨立董事制度之引入被認為是加強董事會獨立性的有效措施。相對於獨立董事來說，內部董事很少會對執行長的決策提出異議，外部董事比例的增加可以維持董事會的獨立性，具有較差績效的執行長更可能因此而被撤換。如果獨立董事比例大，董事會的獨立性強，可以減少內部人控制的機會，過高的薪酬水準就可以得到控制。因此，

本研究提出以下假設：

**H 2：管理當局報酬與獨立董事的比例呈負相關。**

## 2. 管理當局報酬與董事兼任經理人

依據管理者理論之觀點，董事兼任經理人時會因本身認知到責任重大，會帶領董事會監督管理階層，有效減緩代理問題。另外，代理理論認為，董事兼任經理人時，會使董事會喪失獨立性，也會減弱董事會之監督功能，最後可能導致整體管理當局報酬水準提高。因此，本研究提出以下假設：

**H 3：管理當局報酬與董事與兼任經理人有關聯。**

## 3. 管理當局報酬與審計委員會的成立

審計委員會制度是國外企業普遍建立的一種內部控制制度，其與公司治理結構有密切關聯性。它是健全公司治理結構的一種有效途徑，是聯結董事會與內部審計與外部審計的橋梁。作為公司董事會中一個專業委員會，審計委員會是一個內部監督機構，主要負責公司有關財務報表揭露與內部控制過程之監督。我國證券交易法第 14-4 條規定已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人，且審計委員會由全體獨立董事組成，因此若公司有設置審計委員會，應該會有較佳之監督機制，對於公司績效有正向之影響，若管理當局報酬為盈餘之比例，當公司績效越好，則管理當局報酬越高。因此，本研究提出以下假設：

**H 4：管理當局報酬與是否設立審計委員會正相關。**

## 三、 股權結構與管理當局報酬之關聯

如果公司所有權結構集中，擁有大量股票的機構或其他大股東會有足夠的利益去實施監督，並有效制約代理人提高薪酬等方式來侵占公司資源。在股權高度分散的情況下，由於缺乏大股東動的監督，代理人更容易獲得公司決策的主控權，

也會在薪酬契約的談判中處於較優勢地位，執行長會傾向給自己更高的報酬。公司所有權的集中不但有利於克服委託人主導薪資的現實缺陷，而且能夠有效地實施對代理人的監管和激勵。因此，本研究提出以下假設：

**H5：管理當局報酬與所有權集中度負相關。**



## 第二節 研究期間、樣本及資料來源

### 一、 研究期間及範圍

本研究針對 2009 年至 2011 年在公開資訊觀測站上，依照「台灣證券交易所股份有限公司審閱上市公司財務報告作業程序」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心審閱上櫃公司財務報告作業程序」揭露其年度財務報表上市(櫃)公司，蒐集相關資料並分析有關高階主管薪酬之研究議題。

在樣本公司之選擇上，主要以 2009 年至 2011 年之國內上市(櫃)公司為主，排除產業特性較特殊之金融業、證券業及保險業。由於每年均會有公司首次上市(櫃)、也會有公司下市(櫃)，因此每年之公司家數會有微幅增減。選擇 2009 年至 2011 年之國內上市(櫃)公司為樣本，主要之原因為 2007 至 2008 年發生全球性金融大海嘯，對國內外企業影響甚大，2009 年至 2011 年之資料相對穩定，分析比較較為合理。

### 二、 樣本來源

本研究將 2009 年至 2011 年之國內上市(櫃)公司為研究樣本，主要資料來源為台灣經濟新報社資料庫 (TEJ) 及公開資訊觀測站之上市櫃公司財務報告。兩資料庫之數據資料有少數可能會因為變數所使用之單位與進位方法而有些許不同，但不影響本研究之結果。

### 三、 樣本選取過程

本研究所使用之樣本為 2009-2011 年在台灣之上市櫃公司，樣本量共 3710 個，又因金融業的營業內容較特殊，其會計科目與一般產業有所差異，故先排除財務結構與一般產業迥異之金融、保險、證券業。另外，再排除非典型製造業之運輸、觀光、百貨及綜合產業，以及資料不全之公司。

### 第三節 變數定義

#### 一、 依變數

##### 管理當局報酬 (PAY)

本研究依變數為 2009-2011 我國上市櫃公司年底所公布之管理當局報酬，其中包括：

##### 1. 報酬：

包括董監薪資、職務加給、退職退休金、離職金、各種獎金、獎勵金等，亦即公司管理當局報酬為公司服務所應得之薪酬，屬於公司管理當局報酬固定報酬，亦為營利事業所得稅查核準則第 71 條規定得列報為薪資之項目。

##### 2. 盈餘分配之酬勞：

係填列最近年度盈餘分配議案股東會前經董事會通過擬配發之管理當局報酬，此項為盈餘分配項目，其數額為提撥某一成數之稅後盈餘，此公司管理當局報酬薪酬提撥成數應經由公司章程明訂，或經股東會議定。惟公司章程或股東會所決定的是公司管理當局報酬薪酬之「總數」，總數確定後應如何分配，公司法無相關規定。目前台灣董監薪酬大多為盈餘之一定比例。

##### 3. 業務執行費用：

係指最近年度公司管理當局報酬之相關業務執行費用，包括車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等，於營利事業所得稅申報時得實報實銷列為費用。

由於台灣地區董監事有兼任的情況，故部分兼任所領的薪資及酬金會依金額取大者納入合計，以避免發生重複計算的問題。



為準確衡量依變數與自變數之關聯性，將公司管理當局報酬總額取自然對數。

## 二、 自變數

### 公司績效

#### 1. 資產報酬率 (ROA)

是指企業息稅後利潤與平均總資產之間的比率。用以評價企業運用全部資產的總體獲利能力，是評價企業資產運營效益的重要指標。

總資產報酬率的計算公式為：

$$\text{總資產報酬率} = (\text{稅後利潤總額} + \text{稅後利息支出}) / \text{平均總資產} \times 100\%$$

其中，平均總資產 = (期初資產總額 + 期末資產總額) / 2

#### 2. Proxy Q (PROQ)

Tobin's Q 是公司市場價值對其資產重置成本的比率。反映一個企業兩種不同價值估計的比值。台灣地區因搜集重置成本不易，本研究使用 Chung and Pruitt (1994) 修正之公式 Proxy Q 來代替，其公式如下：

$$\text{Proxy Q} = (S+B) / A$$

S 代表普通股權益市值。

B 代表負債帳面價值。

A 代表資產帳面價值。

## 董事會特性

### 1. 獨立董事比例 (INDEP)

所謂獨立董事 (independent director)，是指獨立於公司股東且不在公司中內部任職，並與公司或公司管理當局報酬沒有重要的業務聯繫或專業聯繫，並對公司事務做出獨立判斷的董事。獨立董事比例代表各公司獨立董事人數占董事會人數的比例，即獨立董事席次除以董事會席次。

### 2. 董事兼任經理比例 (DUAL)

本研究基於管理者理論與代理理論所各主張之理論，認為董事長兼任總經理應該會影響董事酬勞水準。本研究將此變數定義為，董事兼任經理人占董事會席次之比率。

### 3. 審計委員會之設置 (COMMIT)

審計委員會是指董事會裡一個主要由非執行董事所組成的專業委員會，其目的是監督公司的會計、財務報告以及公司會計報表的審計。審計委員會制度是有效的公司治理結構中一項重要的制度安排，由職業組織、立法機構和企業自身要求共同推動下發展而成。審計委員是為董事會中獨立的財務力量，它強化了簽證會計師審計的獨立性，加強了公司財務報表資訊的真實性和可靠性。

本研究在此變數設置虛擬變數，1 代表公司有設置審計委員會，0 代表沒有設置審計委員會。

## 股權結構

### 董事與監察人持股比例 (BHOLD)

管理當局是股東會此一權力機關的業務執行機關，負責公司或企業的業務經

營之指揮與管理，對公司股東會負責並有報告之責任。股東會所作的有關公司或企業重大事項之決定，管理當局必須執行之。

由於資料上之限制，本研究僅取得董事與監察人持股比例，並未取得整體管理當局持股比例，因此本研究以董事與監察人持股比例作為此部分之變數。

董事與監察人持股比例為各公司董事與監察人全體成員於年底時的總持股除以該公司年底時流通在外的普通股股數。

### 三、 控變數

#### 1. 董事會規模 (BOARD)

董事會規模是指構成董事會中的董事的人數多寡。國外對董事會規模與董監薪酬關係的研究並沒有統一的觀點。Bacon (1973) 認為規模相對較大的董事會更有利於提高治理效率、限制董監權力，並降低董監薪酬。因為較多的董事會人數可以容納較多不同專業領域之專家，透過彼此集思廣益，可以制訂出經過全盤考量高品質決議。Zahra and Pearce (1989) 認為，隨著董事會規模擴大，利益範圍越廣，而組織之複雜程度也越高，管理階層企圖完全掌握董事會運作便越顯困難，而董事會在評估與監控管理階層之立場即可以更中立。Larmou and Vafeas (2009) 指出，當小公司過去績效較差時，增加董事會人數與股價績效之提昇將呈現關聯性。這種觀點認為董事會人數較多會使得董事會內部專業知識、管理知識增多進而得以達到互補的效果。另外，規模大的董事會往往擁有不同的利益團體，有利於協調各方利益。

但更多的研究證明，規模相對較小的董事會有利於提高治理效率。就一定規模的公司來講，過大的董事會規模不能發揮最優良的功效，規模大的董事會效率較低，較容易被董監所控制。主要有兩個原因：首先，是董事會規模過大會造成董事會成員間難以溝通與協調，即董事會成員可能不再坦率地批評總經理錯誤的

做法；再來，是董事會中人數太多容易使董事會成員產生“搭便車”（free rider）的動機（Jensen, 1993）。Lipton and Lorsch（1992）認為，大多數之董事很少對高階經理人之政策提出批評，或對公司之經營績效提出客觀公正之檢討，致使董事會效能不彰，此問題之嚴重性將因董事會人數之增加而加深。Yermack（1996）、Eisenberg et al.（1998）與 Haniffa and Hudaib（2006）均發現，董事會規模與公司價值呈現反向之關聯性。

董事會的人數規模應該能夠使董事會進行有成效的討論，並能作出恰當和科學的決策。Jensen（1993）和 Lipton and Lorsch（1992）的研究建議限制董事會的人數為 10 人，首選的董事會規模應該是 8 或 9 人，董事會規模太大會出現董事會成員間溝通與協調的困難，同時在討論問題時的效率就會降低。

綜上所述，董事會規模對於績效之影響未見定論，究其原因，可能為影響董事會之因素過多，單以人數來觀察，或許太過簡略而未能全盤捕捉其特性。

## 2. 公司規模（SIZE）

企業規模與企業的存續期間和企業形象有相當大的關係。企業能擴充規模，通常是長期累積其獲利之成果（國營企業另當別論）。存續期間愈久，表示其較有經驗克服經濟不景氣或其他產業的結構性變化；而規模愈大，其承受各種風險的能力通常較高，至少不會因為單一年度的虧損、或單一訂單的丟失，而週轉不靈。代表規模的指標有許多種，目前最常使用者為資產總額來衡量，本研究遂以資產總額作為此項之控變數，並將其取自然對數加以衡量。

## 3. 負債比率（LIB）

負債比例為負債總額與資產總額的比率關係，是衡量一家公司資本結構的重要指標。資本的來源，不外乎由股東出資或是由公司對外舉債而得到。以舉債的方式籌資具有發揮財務槓桿的功能，有助提高投資報酬率，並且由於利息費用可

以抵稅，因此也有稅務上的優點；但其缺點則為當舉債過高時，由於槓桿因素也將使風險提高，若同時發生營運不如預期時甚至有倒閉的風險。本研究將樣本負債比率異常數值作調整，最高設定於 60%。

負債比率計算方式為：負債總額 / 資產總額。

#### 4. 研究發展費用率 (RD)

將研究發展費用率逐年比較，可顯示公司研究發展活動，係持續性的進行，或隨著營業結果之好壞而變動。本研究將樣本研發費用異常數值作調整，最高設定於 30%。

研究發展費用率公式：

研究發展費用率 = 研究發展費用 / 銷貨淨額

#### 5. 董事會持股質押比率 (PLED)

董監事持股質押比例與公司經營績效關係可從兩方面來看，在「利益收斂假說」的觀點下，如果公司經營績效很好，董監事所質押的股份較不易受到擔保不足以追繳的情形，因此董監事較願意努力監督公司，使管理績效提昇而增進公司的經營績效。但是如果在「利益掠奪假說」的觀點下，當董監事所質押的股份愈多時，愈有意圖以不正當的手法來維持公司的股價，可能就會造成公司經營績效不良的情形（李馨蘋、莊宗憲 2005）。

#### 6. 年度控制 (Y)

本研究使用之樣本為 2009-2011 年之資料，為控制年度，設一控制變數 Y，當觀察 2009 年度之資料時，2009 年 Y 值設為 1，其餘年度為 0，當觀察 2010 年度之資料時，2010 年 Y 值設為 1，其餘年度為 0。

## 第四節 研究模型

本研究將樣本依年度分類，並採用模型如下：

$$\text{PAY}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA}_i + \alpha_2 \text{PROQ}_i + \alpha_3 \text{INDEP}_i + \alpha_4 \text{DUAL}_i + \alpha_5 \text{COMMIT}_i + \alpha_6 \text{BHOLD}_i + \alpha_7 \text{BOARD}_i + \alpha_8 \text{SIZE}_i + \alpha_9 \text{LIB}_i + \alpha_{10} \text{RD}_i + \alpha_{11} \text{PLED}_i + Y_i + \varepsilon_i$$

### 模型變數之定義

$\text{PAY}_i$ ：i 公司之管理當局酬勞總額。

$\text{ROA}_i$ ：i 公司之營業資產報酬率。

$\text{PROQ}_i$ ：i 公司之 PROXY Q。

$\text{INDEP}_i$ ：i 公司之獨立董事席次占董事會席次比例。

$\text{DUAL}_i$ ：i 公司之董事兼任經理人比例。

$\text{COMMIT}_i$ ：i 公司設置審計委員會之情形，此虛擬變數 1 代表有設置，0 代表無設置。

$\text{BHOLD}_i$ ：i 公司之董事與監察人持股比例。

$\text{BOARD}_i$ ：i 公司之董事會規模。

$\text{SIZE}_i$ ：i 公司規模。

$\text{LIB}_i$ ：i 公司之負債比率。

$\text{RD}_i$ ：i 公司之研究發展費用率。

$\text{PLED}_i$ ：i 公司之董事會持股質押比例。

$Y_i$ ：i 公司年度控制。

## 第五節 樣本分析方法

### 一、 基本敘述性統計量

本研究首先採用敘述性統計來分析樣本，依年度各別使用軟體計算出各變數之平均數、最大值、最小值及標準差，以瞭解樣本的基本特性及分部，也可看出各年度之差異。另外，亦將樣本以年度分別對管理當局報酬作敘述性統計，以瞭解各產業間之差異。

### 二、 多元迴歸分析

本研究將使用最小平方法 (Ordinary Least Squares, OLS) 作迴歸分析，探討研究目的中公司績效、董事會特性及股權結構與管理當局報酬之關係。迴歸分析之主要目的是要求得依變數(Y)與自變數( $X_i$ )間之一條迴歸線，如  $Y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \dots + \alpha_i X_i + \varepsilon_i$ 。

### 三、 共線性分析

進行基本之敘述性統計後，本研究對各年度進行共線性分析。其中之相關係數是用來表是兩變數間關係程度與方向，使用相關分析之目的在於確定自變數是否有線性重合之現象，若兩個或兩個以上之自變數有高度相關即顯是有嚴重之線性重合，會影響迴歸分析結果之正確性及穩定性，亦會影響模型之解釋能力。

## 第四章 實證檢驗與結果

本章延續第三章所提及之研究方法及架構進行分析，利用統計軟體分析資料後，將於本章中說明主要之實證結果。本研究對象為 2009 年至 2011 年台灣之上市櫃公司。

### 第一節 基本敘述性統計量

首先使用 STATA 軟體計算出樣本相關變數之基本敘述性統計量，以描述樣本之基本特性，包括平均數、標準差、最大值與最小值。

表 4-1 為三年度台灣上市櫃公司基本敘述性統計量。由表中可知在董事酬勞方面，樣本共 3,710 家上市櫃公司，三年度調整後平均管理當局報酬為 9.68 萬元之水準，最大值為 14.14 萬元，最小值為 0 元；在績效方面，資產報酬率平均為 5.06%，最大值為 80.87%，最小值為 -87.68%；Proxy Q 方面，平均值 1.48，最大值為 28.85，最小值為 0，當 Proxy Q 值越高，表示公司所創造之無形資產或未來成長機會越大，也代表公司價值越高。

董事會特性方面，獨立董事占董事會席次比例平均為 17.33%；董事兼任經理人比例為 26.64%；董事會規模方面，平均為 6.82；在是否設置審計委員會方面，虛擬變數平均值為 0.03，亦即樣本中有 3% 家公司有設置審計委員會；管理當局持股情形方面，平均為 20.56%。



表 4-1 2009-2011 台灣上市櫃公司基本敘述性統計量

變數名稱	平均數	標準差	最小值	最大值
管理當局報酬 (千元) (註一)	9.68	1.15	0	14.14
公司規模 (元) (註二)	15.20	1.45	10.39	21.27
資產報酬率 (%)	5.06	12.04	-87.68	80.87
負債比率 (%)	39.06	15.48	0.61	60
研究發展費用率 (%)	3.77	5.98	-5.26	30
董事會規模	6.82	1.97	2	21
管理當局持股比例 (%)	20.56	13.79	0	87.83
獨立董事比例 (%)	0.17	0.17	0	06
董事兼任經理人比例 (%)	25.64	17.30	0	100
董事持股質押比例 (%)	7.85	17.33	0	100
公司設置審計委員會情形 (註三)	0.04	0.19	0	1
ProxyQ	1.48	1.02	0	28.85

註一：為管理當局報酬總額取自然對數。

註二：為公司資產規模總額取自然對數。

註三：公司設置審計委員會情形為虛擬變數，1 代表有設置，0 代表無設置。

## 第二節 迴歸分析

前部分已提及基本敘述性統計量，在瞭解樣本基本特性後，本章節進一步使用統計軟體 STATA，以迴歸分析對本研究之假說進行實證研究，並對迴歸結果及共線性加以分析，瞭解有無共線性問題

### 一、 迴歸分析

表 4-2 至 4-7 為 2009 至 2011 年台灣上市櫃公司之實證結果。首先，由表 4-2、4-4 及 4-6 可知，在公司績效方面，資產報酬率及 Proxy Q 皆與管理當局報酬呈現顯著的正向關係，2009 年資產報酬率之 T 值為 19.38、P 值遠小於 1%、2010 年資產報酬率之 T 值為 19.61、P 值遠小於 1%、2011 年資產報酬率之 T 值為 19.66、P 值遠小於 1%；2009 年之 Proxy Q T 值為 3.11、P 值為 0.002、2010 年之 Proxy Q T 值為 2.71、P 值為 0.007、2011 年之 Proxy Q T 值為 2.74、P 值為 0.006。實證結果符合研究假說一：公司績效與管理當局報酬正相關。此結果也印證一般台灣上市櫃公司之作法，認為管理當局扮演監督及經營之角色，股東於制定管理當局報酬時，須考量公司整體經營績效，使其酬勞與公司績效相互配合，藉以降低代理問題，確保其與股東之利益一致。

其次，由表 4-2、4-4 及 4-6 可知，獨立董事占董事會席次比例對管理當局酬勞在顯著水準 10% 下有顯著之正向之關係，2009 年其 T 值為 2.61、P 值為 0.009，2010 年其 T 值為 2.72、P 值為 0.007，2011 年其 T 值為 2.66、P 值為 0.008。實證結果無法支持本研究假說二：管理當局報酬與獨立董事的比例呈負相關。此結果可能因為獨立董事占董事會席次比例越高，越能避免公司資源遭到管理當局浪費與誤用，使公司績效越好，達到公司治理機制之功效，管理當局報酬就越高。當獨立董事席次越高，越能善盡職責監督董事會及管理階層，使資訊充分揭露及透明，並公平對待所有股東，進而保障股東之權益及利害關係人之權益，此為公

司治理制度之原則。

在董事兼任經理人方面，表 4-2、4-4 及 4-6 顯示，在顯著水準 10% 時此變數對管理當局報酬有顯著正向關係，2009 年其 T 值為 7.39、P 值遠小於 1%，2010 年其 T 值為 7.33、P 值遠小於 1%，2011 年其 T 值為 7.34、P 值遠小於 1%。此關聯為正向，究其原因，可能因為經理之酬勞或是董事所領取之員工分紅更多，使其致力於公司之營運與績效。若關聯為負向，依據管理者理論觀點，董事兼任經理人時，會有更多資訊瞭解公司營運狀況，也由於身負重大責任，可能引起之自利行為會被本身責任心所抵銷，使其較不在意自己之薪酬水準。

在設置審計委員會方面，表 4-2、4-4 及 4-6 顯示，其與管理當局報酬有顯著之負向關聯性，2009 年其 T 值為 -4.18、P 值遠小於 1%，2010 年其 T 值為 -4.09、P 值遠小於 1%，2011 年其 T 值為 -4.09、P 值遠小於 1%。實證結果無法支持本研究假說四：管理當局報酬與是否設立審計委員會正相關。審計委員會之目的是監督公司的會計、財務報告以及公司會計報表的審計，其監督對公司之績效有正向之影響，若管理當局之報酬為盈餘之比例，當公司績效越好，則管理當局之報酬越高。若有效監督之目的無法達成，公司績效也可能因此而降低，間接降低了管理當局報酬。

在管理當局持股比例方面，表 4-2、4-4 及 4-6 顯示，管理當局持股比例對管理當局報酬有顯著之負向關係，2009 年其 T 值為 -7.06、P 值遠小於 1%，2010 年其 T 值為 -7.02、P 值遠小於 1%，2011 年其 T 值為 -7.04、P 值遠小於 1%。此結果驗證了假說五：管理當局報酬與所有權集中度負相關。因為當管理當局持股越高時，其利益與股東越趨於一致，而減少代理問題，因此不需要太多誘因性酬勞。當管理當局持有公司之股份時，已經承受了投資風險，會認為公司價值與其財富有所關聯，有較強之誘因善盡職責。另外，也可能其持股所獲得之股息紅利相當可觀，持股越高越不在意其酬勞水準高低。

進行迴歸分析後，應對變數之間是否存在線性重合問題作檢測，避免各自變數之解釋能力受到共線性問題之影響，當解釋變數間具有高度相關性時，將極難分辨每一個解釋變數所具有之影響力。本研究使用 STATA 共變數分析來瞭解相關變數間之相關程度，當 vif 值大於 10 時表示可能有線性重合問題。經以下分析結果，由表 4-3、4-5、4-7 可知並無線性重合問題。



表 4-2 2009 台灣上市櫃公司實證結果

模型： $PAY_i = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_i + \alpha_2 PROQ_i + \alpha_3 INDEP_i + \alpha_4 DUAL_i + \alpha_5 COMMIT_i + \alpha_6 BHOLD_i +$

$\alpha_7 BOARD_i + \alpha_8 SIZE_i + \alpha_9 LIB_i + \alpha_{10} RD_i + \alpha_{11} PLED_i + Y_1 + \varepsilon_i$

	預期方向	迴歸係數	T 值	P 值
截距項		1.829***	11.11	0.000
ROA	+	0.024***	19.38	0.000
PROQ	+	0.045***	3.11	0.002
INDEP	-	0.218***	2.61	0.009
DUAL	?	0.006***	7.39	0.000
COMMIT	+	-0.297***	-4.18	0.000
BHOLD	-	-0.007***	-7.06	0.000
BOARD		0.076***	10.37	0.000
SIZE		0.462***	41.48	0.000
LIB		0.002	1.60	0.109
RD		0.023***	8.95	0.000
PLED		-0.004***	-4.78	0.000
Y <sub>1</sub>		-0.079***	-2.82	0.005

F 值=341.25，Adj R-squared =0.524

註一：「\*\*\*」、「\*\*」、「\*」分別代表 1%、5% 和 10% 之顯著水準。

---

---

表 4-3 共線性分析

---

變數	VIF
ROA	1.28
PROQ	1.26
INDEP	1.23
DUAL	1.13
COMMIT	1.12
BHOLD	1.10
BOARD	1.25
SIZE	1.56
LIB	1.36
RD	1.35
PLED	1.07
Y <sub>1</sub>	1.02

---

---

表 4-4 2010 台灣上市櫃公司實證結果

模型： $PAY_i = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_i + \alpha_2 PROQ_i + \alpha_3 INDEP_i + \alpha_4 DUAL_i + \alpha_5 COMMIT_i + \alpha_6 BHOLD_i +$

$\alpha_7 BOARD_i + \alpha_8 SIZE_i + \alpha_9 LIB_i + \alpha_{10} RD_i + \alpha_{11} PLED_i + Y_2 + \varepsilon_i$

	預期方向	迴歸係數	T 值	P 值
截距項		1.828***	10.99	0.000
ROA	+	0.024***	19.61	0.000
PROQ	+	0.039***	2.71	0.007
INDEP	-	0.228***	2.72	0.007
DUAL	?	0.006***	7.33	0.000
COMMIT	+	-0.291***	-4.09	0.000
BHOLD	-	-0.007***	-7.02	0.000
BOARD		0.076***	10.37	0.000
SIZE		0.460***	40.59	0.000
LIB		0.002*	1.70	0.089
RD		0.023***	9.08	0.000
PLED		-0.004***	-4.80	0.000
Y <sub>2</sub>		0.026	0.76	0.447

F 值=339.96，Adj R-squared =0.523

註一：「\*\*\*」、「\*\*」、「\*」分別代表 1%、5%和 10%之顯著水準。

---

---

表 4-5 共線性分析

---

變數	VIF
ROA	1.27
PROQ	1.24
INDEP	1.24
DUAL	1.13
COMMIT	1.12
BHOLD	1.10
BOARD	1.25
SIZE	1.61
LIB	1.36
RD	1.35
PLED	1.07
Y <sub>2</sub>	1.08

---

---



表 4-6 2011 台灣上市櫃公司實證結果

模型： $PAY_i = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_i + \alpha_2 PROQ_i + \alpha_3 INDEP_i + \alpha_4 DUAL_i + \alpha_5 COMMIT_i + \alpha_6 BHOLD_i +$

$\alpha_7 BOARD_i + \alpha_8 SIZE_i + \alpha_9 LIB_i + \alpha_{10} RD_i + \alpha_{11} PLED_i + Y_3 + \varepsilon_i$

	預期方向	迴歸係數	T 值	P 值
截距項		1.811***	10.99	0.000
ROA	+	0.024***	19.66	0.000
PROQ	+	0.039***	2.74	0.006
INDEP	-	0.222***	2.66	0.008
DUAL	?	0.006***	7.34	0.000
COMMIT	+	-0.291***	-4.09	0.000
BHOLD	-	-0.007***	-7.04	0.000
BOARD		0.076***	10.37	0.000
SIZE		0.462***	41.42	0.000
LIB		0.002*	1.68	0.094
RD		0.023***	9.06	0.000
PLED		-0.004***	-4.79	0.000

F 值=370.86，Adj R-squared =0.523

註一：「\*\*\*」、「\*\*」、「\*」分別代表 1%、5% 和 10% 之顯著水準。

---

表 4-7 2011 共線性分析

---

變數	VIF
ROA	1.27
PROQ	1.24
INDEP	1.23
DUAL	1.13
COMMIT	1.12
BHOLD	1.10
BOARD	1.25
SIZE	1.56
LIB	1.36
RD	1.35
PLED	1.07

---

## 二、彙總比較

表 4-8 依照假說，將樣本之實證結果彙整如下，包括假說內容、預期方向及實證結果方向與顯著性。

表 4-8 彙總比較

假說	預期方向	2009 年	2010 年	2011 年
H1：公司績效與管理當局報酬正相關。	+	+***	+***	+***
H2：管理當局報酬與獨立董事的比例呈負相關。	-	+***	+***	+***
H3：管理當局報酬與董事與兼任經理人有關聯。	+	+***	+***	+***
H4：管理當局報酬與是否設立審計委員會正相關。	+	-***	-***	-***
H5：管理當局報酬與所有權集中度負相關。	-	-***	-***	-***

註一：「\*\*\*」、「\*\*」、「\*」分別代表 1%、5% 和 10% 之顯著水準。

## 第五章 結論與建議

前幾年有多起國內外企業爆發弊案之新聞，使投資者人心惶惶，更加突顯公司治理相關議題之重要性。公司治理機制可分為內外兩部份，外部治理機制主要是各項法令規範與組織制度之建立，內部治理機制之核心為董事會與監察人。本研究遂以董事會與股東間代理問題為出發點，探討影響整體董事監察人與主要經理人薪酬之原因。

### 第一節 本文結論

本研究所使用之樣本為 2009-2011 年台灣之上市櫃公司，經過篩選後共 3710 家公司。

#### 一、 公司績效與管理當局報酬之關聯性

由實證結果可以得到之結論為，資產報酬率對公司管理當局報酬有顯著正向關聯性，藉由薪酬水準與公司績效相結合，使管理當局發揮其功能。在 Proxy Q 方面，對公司管理當局報酬亦有顯著正向關聯性，均能驗證本研究假說一：公司績效與管理當局報酬正相關。要特別注意者為，Proxy Q 為一項市場績效衡量指標，容易受到市場波動下各種因素之影響，相對而言會計指標較無此種問題，在酬勞水準訂定上，選擇會計指標與公司績效作連結似乎較為客觀公平。

#### 二、 董事會特性與管理當局報酬之關聯性

在獨立董事占董事會席次比例方面，三年度之比例對管理當局報酬有顯著之正向關聯性，表示獨立董事比例越高，越能發揮公司治理機制之功效，公司績效越好，管理當局報酬就越高。此結果無法驗證研究假說二：管理當局報酬與獨立董事的比例呈負相關。

董事兼任經理人比例方面，實證結果顯示兼任情形對管理當局報酬有顯著之正向關聯性，此關聯為正向，可能因為經理之酬勞或董事所領取之員工分紅更多，使其致力於公司之營運與績效。實證結果支持研究假說三：管理當局報酬與董事與兼任經理人有關聯。

在設置審計委員會方面，實證結果顯示其與管理當局報酬有顯著之負向關聯性。審計委員會之目的是監督公司的會計、財務報告以及公司會計報表的審計，其監督對公司之績效有正向之影響，當公司績效越好，則管理當局之報酬越高。實證結果因目前設置審計委員會之公司家數過少，無法支持本研究假說四：管理當局報酬與是否設立審計委員會正相關。若效監督之目的無法達成，公司績效也可能因此而降低，間接降低了管理當局報酬。

### 三、 管理當局持股比例與管理當局報酬之關聯性

在管理當局持股方面，三年度之持股情況皆對管理當局報酬有負向顯著之關聯性，顯示其持股比例升高，會感覺其自身與股東越趨於一致，有較強烈之誘因注重自身行為。另外，管理當局也可能因持股比例升高，所拿到之股息紅利相當可觀，持股越高，越不在乎其酬勞水準。實證結果驗證本研究之假說五：管理當局報酬與所有權集中度負相關。

## 第二章 存在問題及相關建議

### 一、 董事酬勞之揭露

金管會於 95/1/16 修正公開發行公司年報應行記載事項準則，其中第 11 條之修正主要內容為將董酬揭露方式由「個別揭露」改為「總額揭露」及揭露各級距人數，如此便無法得知董事長及內外部董事所領取之酬勞，許多研究將受到限制。本研究認為，相關法規陸續修正後，董監酬勞之揭露將更為透明，每一位董監所領取之酬勞會落在哪個級距都相當清楚，甚至個別揭露，後續研究者將可針對此部分做更深入之研究。

### 二、 兩岸管理當局薪酬比較

目前兩岸經濟發展已日趨頻繁，對於公司治理議題之相關研究比較也越顯重要，本研究受限於大陸地區公司之獲利能力及相關變數無法取得，並無針對此部分做進一步研究。若可取得相關資訊，後續研究者可就相關變數分析兩岸管理當局報酬之異同，探討更多影響之面向。

## 參考文獻

### 一、 中文文獻

于學宇，2002，高階經理人報酬、公司治理與經營績效之研究，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。

牛延苓，2001，股權結構、董事會組成與公司績效關係之研究－以高科技產業與傳統產業為例，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。

王繼和，2004，公司治理機制與經營績效之關係研究－以台灣上市櫃電子公司為例，國立雲林科技大學財務金融系研究所碩士論文。

王玉珍，2002，股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。

全國法規資料庫：<http://law.moj.gov.tw/Index.aspx>

宋致皓，2006，董監酬勞與公司治理關聯性之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。

呂學焜，2008，公司治理與公司績效對董事酬勞影響之研究，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。

李淑慧，2010，公司績效、公司治理特性及員工分紅費用化對董監酬勞之影響，私立輔仁大學會計研究所碩士論文。

李淑慧，2008.10.24，防董監自肥 個別酬勞要求公布，經濟日報/A4/金融新聞。

李國銘，2006，董事會特性、獨立董事制度與經營績效之關聯性－以中國上市公司為例，國立成功大學會計研究所碩士論文。

李貞儀，2002，高階主管薪酬與績效關聯性之研究－考慮不同景氣時期，國立成功大學會計學系碩士論文。

林宛瑩、許崇源，2008，台灣集團企業之控股型態及公司治理指標衡量之研究與建議，交大管理學報，28 卷 1 期：269-312。

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 卷第 2 期：365-395。

周國泰，2006，員工紅利與董監事酬勞對公司經營績效之影響，私立中原大學管理研究所碩士論文。

周淑卿、吳欽杉與陳安琳，2004，電子資訊產業與非電子資訊產業之研究發展支出、股權結構與公司績效之關聯性研究，臺北科技大學學報，第三十七之二期，頁 267-288。

洪玉舜，2005，績效衡量指標在高階主管薪酬契約中之相對重要性，國立台灣大學會計學系博士論文。

胡鈞婷，2007，獨立董事、公司績效與董監酬勞之關聯，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。

孫秀蘭，1995，董事會制度與經營績效之研究，國立台灣大學財務金融學系碩士論文。

陳佳成，2007，台灣上市公司董事酬勞決定因素之研究，國立東華大學企業管理研究所碩士論文。

陳裕仁，2003，員工紅利及董監酬勞對企業經營績效及股票報酬影響之研究，國立台北大學會計學系研究所碩士論文。



- 莊宗憲，2004，公司治理機制與公司經營績效之實證研究，銘傳大學會計學系研究所碩士論文。
- 梁富梅，2007，董監事結構、董監事連結與經營績效關係之研究，國立台北大學企業管理研究所博士論文。
- 黃鈺光，1992，我國上市公司董事會特性與經營績效之研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 曾玉潔，2000，我國高階主管薪酬決定因素之實證研究，國立中正大學會計學研究所碩士論文。
- 張秉棋，2005，公司股權結構、員工分紅與經營績效之研究，國立成功大學會計學系研究所碩士論文。
- 黃詩敏，2008，高階管理團隊、董事會特性與企業績效之關聯性研究，私立中原大學會計研究所碩士論文。
- 楊詠絮，2006，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。
- 葉旻其，2009，公司治理機制對企業績效與董監薪酬之影響，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 葉銀華，2004，獨董不是萬靈丹，是什麼？--強化董事會知識集合與資訊透明度，管理雜誌，363 期（9 月）：62-66。
- 蔡雅媛，2007，股權結構與董事會特性對董監酬勞與績效關連性影響之探討，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 蔡宗和，2007，台灣上市公司董監酬勞與公司表現的關係，私立世新大學經濟學

研究所碩士論文。

蔡志璋，2003，員工分紅與公司績效及投資人報酬之關聯性研究-以台灣上市電子資訊業為例，國立政治大學會計研究所碩士論文。

鄭為庠，1992，高階主管薪酬計畫與薪酬決定因素之研究，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。

錢逸達，2004，內部人士薪酬之決定因素—公司績效或公司治理？，國立成功大學會計學系碩博士班碩士論文。

鍾旻宜，2007，公司治理與公司績效關聯性之研究-應用 LISREL 模型，國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文。

蕭瓊枝，2006，我國獨立董監制度及董監酬勞對公司經營績效影響之研究，輔仁大學會計研究所碩士論文。

蘇純儀，2004，員工紅利及董監事酬勞佔盈餘分配比例對公司經營績效之影響，私立東吳大學會計學系碩士論文。

## 二、 英文文獻

Adams, R. B., and D. Ferreira. 2008. Do directors perform for play? *Journal of Accounting & Economics (JAE)* 46 (1): 154-171.

Abowd, J. M. 2007. Does performance-based managerial compensation affect subsequent corporate performance? NBER Working Paper No. W3149.

Alkhafaji, A. F.. 1990. Effective Boards of Directors : An Overviews. *Industrial Management and Data Systems* : 18-26.

Bowen, R. M., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2003. Accounting choice,

- corporate governance and firm performance. Working paper, University of Washington.
- Bushman, R. M, and A. J. Smith. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting & Economics* 32 : 237-333.
- Bryan, S., L. Hwang, A. Klein, and S. Lilien. 2000. Compensation of Outside Directors: An Empirical of Economic Determinants. Working Paper.
- Berle, A. and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporate and Private Property*, New York, Macmillan.
- Daily, C.M., J.L. Johnson, A.E. Ellstrand, and D.R. Dalton. 1998. Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 41 (2): 209–220.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36.
- Dechow, P., R. Sloan, and Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* :193-226.
- Donaldson J. and P. Davis, 1992, *Business ethics*, London, Academic Press, San Diego.
- Jones, J.J.. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research* 29 : 193-228.
- Dechow, P., and R. Sloan. 1991. Executive Incentives and the Horizon Problem. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1):51-89.

DeAngelo, L. E.,1986, Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *The Accounting Review* 61(3):400-420.

Eisenhardt, K.M. 1989. Agency Theory: an Assessment and Review. *Academy of Management Review* 14 : 57-74.

Finkelstein,S.andD.C. Hambrick. 1989. Chief Executive Compensation : A Study of the Intersection of Markets and Political Process. *Strategic Management Journal*10 : 121-134.

Fama, E. F. 1985. What's Different about Banks? *Journal of Monetary Economics* 15 : 29-39.

Fama, E. and M.C. Jensen. 1983. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*26 : 327-349.

Guay, W. P., S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1996. A Market-Based Evaluation of Discretionary Accruals Models. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement): 83-105.

Healy and Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*13 : 365-383.

Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7(1): 85-107.

Jensen, M. C.. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48 : 831-880.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior,

- agency costs and ownership structure . *Journal of Finance Economics* 3 : 305-360.
- Kesner, I. F. and D. R. Dalton. 1987. Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective. *Journal of International Business Studies* 18 : 33-42.
- Liu, Q., and Z. Lu.. 2002. Earning management to tunnel: Evidence from China' s listed companies. Working paper, University of Hong Kong.
- La Porta, Rafael, Flowrencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 : 471-517.
- Leland, H and D. Pyle. 1977. Information Asymmetries 132 : 371-387
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 : 293-315.
- Moses, O.D.. 1987. Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review* 62(2):358-377.
- Oviatt B. M.. 1988. Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentive for Congruent Interests. *Academy of Management Review* 13(2) : 214-225.
- Patton, A. and J. C. Baker. 1987. Why Won' t Directors Rock the Boat?. *Harvard Business Review* 65 : 10-18.
- Starks, L.. 2000. Corporate governance and institutional investors: Implications for Latin America. *AB ANTE. Estudios en Dirreccion de Empresas* 2 : 161-182.

- Schipper, K.. 1989. Earnings management. *Accounting Horizons* 3: 91-102.
- Smith, C. W. and J. Warner. 1979. On the Financial Contracting an Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics* 7 : 117-161.
- Vafeas, N.. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53 : 113-142.
- World Bank. 1999. Corporate Governance : A Framework for Implementation-Overview. The World Bank, Washington D. C.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild.. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 : 61-92.
- Williamson, O. E.. 1983. Organization form Residual Claimants and Corporate Control. *Journal of Law and Economics* 26 (2) : 351-366.
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9, : 295-316.
- Zahra, S. A. and J. A. Pearce .1989. Boards of Directors and Corporate Financial Performance : A review and Integrative Model. *Journal of Management* 15 : 291-334.